

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Analýza změn v metodologii ratingových agentur na základě

komparace zadluženosti vybraných států po krizi v roce

2007

Tereza Stuchlíková

© 2014 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomických teorií

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Stuchlíková Tereza

Podnikání a administrativa

Název práce

Analýza změn v metodologii ratingových agentur na základě komparace zadluženosti vybraných států po krizi v roce 2007

Anglický název

Analysis of the change in methodology of rating agencies based on a comparison of indebtedness of some states after the financial crisis

Cíle práce

Cílem diplomové práce je analyzovat proměnu určujících kritérií ratingových agentur při ohodnocování jednotlivých zemí po krizi z roku 2007 a vysvětlit disproporci mezi výší deficitu a udělenou známkou komparovaných zemí.

Metodika

Metodika práce je založena na studiu české a zahraniční literatury, odborných periodik a internetových zdrojů vztahujících se ke zvolenému tématu. Bude použita metoda syntézy a analýzy. Pro zpracování závěrečné analýzy budou použity metody komparace a pozorování.

Harmonogram zpracování

Zápočet LS / 2013: vyhledání a studium literatury, teoretická část práce

Zápočet ZS / 2013: dokončení teoretické části, zpracování praktické části práce

Zápočet LS / 2014: dokončení praktické části práce, zpracování závěru práce

Přidat lístek s poznámkou (Ctrl+6)

Rozsah textové části

60 - 80 stran

Klíčová slova

Rating, zahraniční dluh, USA, Řecko, ratingové agentury

Doporučené zdroje informací

JANÁČKOVÁ, Stanislava. Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa. Praha : Centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. ISBN 80-8654-795-7.

FASSMAN, Martin. Krize a cesty z ní?. Praha: Soudy, 2009. ISBN 80-8684-630-X

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, INTERNATIONAL MONETARY FUND. EXTERNAL DEBT STATISTICS. Guide for Compilers and Users. International Monetary Fund, 2003. ISBN 15-890-6297-3

VINŠ, Petr, LIŠKA Václav. Rating. Praha: Nakladatelství C H Beck, 2005. ISBN 80-7179-807-X

Odborná periodika a internetové zdroje

Vedoucí práce


Lukášková Nicole, Ing., Ph.D.

Termín odevzdání

březen 2014


doc. Ing. Josef Brčák, CSc.
Vedoucí katedry




prof. Ing. Jan Hron, DrSc., dr. h. c.
Děkan fakulty

V Praze dne 1.11.2013

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Analýza změn v metodologii ratingových agentur na základě komparace zadluženosti vybraných států po krizi v roce 2007" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31.3.2014_____

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Nicole Lukáškové, Ph.D. za cenné rady a připomínky, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat Bc. et Bc. Lukášovi Müllerovi za rady, podporu a vstřícnost v průběhu psaní mé práce.

Analýza změn v metodologii ratingových agentur na základě komparace zadluženosti vybraných států po krizi v roce 2007

Souhrn

Tato diplomová práce je zaměřena na proměnu metodologie ratingových agentur po krizi v roce 2007 s hlavním zaměřením na ratingovou agenturu Moody's.

Teoretická část zpracovává pojetí ratingu a ratingových agentur v české odborné literatuře. Vedle historického vývoje tohoto odvětví je zohledněna také současná pozice a kritika těchto společností.

Praktická část pak konkrétně analyzuje metodologie udílení sovereign ratingu z let 2008 a 2013 a identifikuje hlavní rozdílné body. Ty následně zasazuje do kontextu ekonomického vývoje vybraných států s cílem identifikovat hlavní příčiny této změny a případná pochybení agentury v metodologii z roku 2008. Na základě komparace vývoje zadluženosti států Řecka a USA je charakterizován význam tohoto makroekonomického ukazatele na celkovou důvěryhodnost státu.

Klíčová slova: Rating, ratingová agentura, Moody's, metodologie, USA, Řecko, vládní dluh, krize 2007

Analysis of the change in methodology of rating agencies based on a comparison of indebtedness of some states after the financial crisis 2007

Summary

This thesis is focused on the change of sovereign bond rating methodologies of rating agencies and with main focus on the agency Moody's.

The theoretical part describes the reflection of the term „rating“ and „rating agencies“ in Czech literature. It also summarises the development of such companies, as well as their current position on financial markets and the critics of them.

The research itself analyses the methodologies of Moody's from year 2008 and 2013 and identifies the main differences. They are then analyzed in the context of an economic development of certain states in order to identify the main reasons for such change and in order to find any potential mistakes of the previous methodology. The comparative analysis of Greece and American indebtedness characterize the importance of this indicator on the creditworthiness of national creditors.

In the theoretical part are described principles of monetary policy working and the tools which central bank use for functioning of the economy. Then further the individual stages in the development and the specific objectives which monetary policy wants to achieve.

The practical part focuses on the development of Czech economy in years 1989 – 2013. More specifically are discussed the basic macroeconomic indicators – an unemployment, an inflation and a gross domestic product. Further is analyzed a development of interest rates by which the central bank influence functioning of the economy.

Keywords: Rating, rating agency, Moody's, methodology, United States, Greece, government debt, crisis 2007

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Cíl a metodika práce	9
2.1	Cíl práce	9
2.2	Metodika práce.....	11
3	Teoretická východiska	12
3.1	Pojem rating	12
3.2	Historický vývoj ratingu a ratingových agentur	16
3.3	Ratingová agentura jako instituce	18
3.4	Kritika ratingových agentur	20
3.5	Metodologie důvěryhodnosti země před krizí v roce 2007.....	22
3.5.1	Význam stanovení ratingu	22
3.5.2	Akademický pohled na metodologii důvěryhodnosti země.....	24
3.6	Zobecněný postup ratingových agentur při stanovení ratingu státu.....	28
4	VLASTNÍ PRÁCE	31
4.1	Agentura Moody's Corporation	32
4.2	Metodologie 2008	33
4.2.1	Faktor 1 – ekonomická síla	35
4.2.2	Faktor 2 – Institucionální síla	36
4.2.3	Kombinace faktoru 1 + 2 - získání ekonomické odolnosti (Economic resiliency) ..	36
4.2.4	Faktor 3 - Síla vládních financí (Goernment's financial strenght)	37
4.2.4.1	Limitace dluhem.....	38
4.2.4.2	Schopnost generovat prostředky na splácení dluhu	39
4.2.5	Faktor 4 - Náchylnost země k rizikovým událostem (Susceptibility to event risk) .	40
4.2.6	Kombinace faktoru 3 + 4 - finanční robustnost (Financial robustness).....	40
4.2.7	Závěrečné stanovení ratingu	41
4.3	Měření klíčových faktorů a následné mapování ratingových kategorií	42
4.3.1	Jednotlivé kroky při stanovování ratingu.....	44
4.3.1.1	Faktor 1 – ekonomická síla	44
4.3.1.1.1	Růstová dynamika (Grow the dynamics)	46
4.3.1.1.2	Velikost ekonomiky (Scale of the economy)	47
4.3.1.1.3	Národní důchod (National income)	48
4.3.1.1.4	Opravné faktory (Adjustment factors).....	48
4.3.1.1.5	Postup při určení výsledného hodnocení faktoru ekonomické síly (Economic Strenght)	49
4.3.1.2	Faktor 2 – Institucionální síla.....	50
4.3.1.2.1	Institucionální rámec a efektivita (Institutional Framework and effectiveness).....	51

4.3.1.2.2	Důvěryhodnost a efektivita státní správy (Policy credibility and effectiveness).....	52
4.3.1.2.3	Různorodost inflace (Inflation Volatility).....	53
4.3.1.2.4	Opravné faktory.....	53
4.3.1.2.5	Postup při určení výsledného hodnocení faktoru Institucionální síly (Institutional Strenght) a jeho následná kombinace s faktorem Ekonomické síly (Economic Strenght)	54
4.3.1.3	Faktor 3: fiskální síla (Fiscal Strenght).....	55
4.3.1.3.1	Dluhová zátěž (Debt burden).....	56
4.3.1.3.2	Debt Affordability	57
4.3.1.3.3	Opravné faktory (Adjustment Factors).....	57
4.3.1.3.4	Postup při určení výsledného hodnocení faktoru fiskální síly (Institutional Strenght) a jeho následná kombinace s faktorem hospodářské odolnosti (Economic Resiliency).....	59
4.3.1.4	Faktor 4: Náchylnost k externím šokům (Susceptibility to Event Risk).....	60
4.3.1.4.1	Politické riziko (Political risk).....	61
4.3.1.4.2	Riziko vládní likvidity (Government Liquidity Risk)	62
4.3.1.4.3	Riziko bankovního sektoru a ostatní potenciální hrozby (Banking sector risk and other kontingent liabilities).....	62
4.3.1.4.4	Vnější zranitelnost (External Vulnerability Risk)	64
4.3.1.5	Získání výsledného ratingu	64
4.4	Rozdíly v metodologii 2008 + 2013	65
4.4.1	Transparentnost a přehlednost	65
4.4.2	Kredit boom	66
4.4.3	Trend vývoje dluhu	67
4.5	Srovnání vývoje zadluženosti USA a Řecka v kontextu vývoje ratingu	67
5	Praktická část	68
5.1	Transparentnost.....	68
5.2	Kredit boom	70
5.3	Vývoj zadluženosti.....	74
5.4	Srovnání vývoje zadluženosti USA a Řecka v kontextu vývoje ratingu	84
6	Závěr.....	96
7	Seznam literatury	98
8	Přílohy	107

1 Úvod

Hospodářská krize z konce prvního desetiletí dvacátého prvního století, známá též jako Velká recese¹, je označována za největší krizi od dob Velké deprese ze třicátých let dvacátého století. Přestože naplno vypukla až po pádu banky Lehman Brothers 15. září 2008², jádro problému vzniklo již o rok dříve se splasknutím hypotéční bubliny. Jelikož se tato diplomová práce bude na tuto krizi velice často odkazovat, je potřeba na úvod vysvětlit její souvislosti.

Na jejím nárůstu se negativně podílelo několik různých, na první pohled spolu zdánlivě nesouvisejících, faktorů. První z nich má své kořeny již v administrativě demokratického prezidenta Billa Clintona, za jehož vlády došlo k dramatické deregulaci bankovního sektoru, konkrétně ukončení části Glass-Steagolova aktu z roku 1933, oddělujícího retailingové a investiční bankovníctví, pomocí Gramm-Leach-Bliley Aktu z roku 1999.³

Druhým je tzv. dotcom bublina ze začátku 21. století, respektive nízká úroková sazba (1 procento v listopadu 2003⁴), zavedená Fedem s cílem povzbudit spotřebu domácností, a následný schodek platební bilance zahraničního obchodu USA, který ji opět vytlačil na 5,25 procent v rozmezí let 2004 a 2006. Tento vývoj měl podstatné a v historickém kontextu fatální následky, hlavními z nich jsou následující:

1. Úvěry se v období nejnižších úrokových měr staly dostupné i pro nízkopříjmové skupiny obyvatel, které by si je za normálních okolností nemohly dovolit. To vedlo k nárůstu tzv. subprime mortgages, neboli značně rizikových úvěrů s relativně velikou pravděpodobností nesplácení.⁵

¹WESSEL, David, *Did 'Great Recession' Live Up to the Name?*. online.wsj.com. [online]. Dostupné na:<<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303591204575169693166352882>>[cit. 29.3.2014]

²MAMUDI, Sam, *Lehman folds with record \$613 billion debt*. marketwatch.com. [online]. Dostupné na:<<http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt?siteid=rss>>[cit. 29.3.2014]

³MARKHAM, Jerry W, *The Subprime Crisis – A Test Match For The Bankers: Hlass-Setagall vs. Gramm-Leach-Bliley*. aw.upenn.edu. [online]. Rok 2010. Dostupné na: <[https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue4/Markham12U.Pa.J.Bus.L.1081\(2010\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue4/Markham12U.Pa.J.Bus.L.1081(2010).pdf)>[cit. 29.3.2014]

⁴THE FEDERAL FUNDS RATE IS THE COST OF BORROWING IMMEDIATELY AVAILABLE FUNDS, PRIMARILY FOR ONE DAY. web.archive.org. [online]. Dostupné na : <<http://web.archive.org/web/20060103014940/http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/m/fedfund.txt>>[cit. 29.3.2014]

⁵ Rozvoj subprime mortgages je zde poměrně zjednodušen, není zohledněn například tlak investičních bank. Podrobněji k tématu viz např. WHALEN, Christopher *The Subprime Crisis--Cause, Effect and Consequences*. connection.ebscohost.com. [online]. Rok 2008. Dostupné na: <<http://connection.ebscohost.com/c/articles/34231469/subprime-crisis-cause-effect-consequences>>[cit. 29.3.2014]

2. Z důvodů vysokého rozdílu mezi fixní a variabilní úrokovou měrou u uzavíraných úvěrů volili lidé často druhou jmenovanou. Následný opětovný nárůst sazby učinil financování již uzavřených úvěrů pro velkou část výše zmíněných rizikových domácností neudržitelným.
3. Exponenciální nárůst hypoték a prodejů nemovitostí tlačil jejich ceny nahoru. Díky tomu byl celý systém udržitelný, jelikož držitelům těchto úvěrů propadla v případě jejich nesplácení samotná nemovitost, pouze však potud, pokud jejich cena skutečně stále rostla. V případě jejího poklesu (ke kterému následně skutečně došlo) byl investor nucen odepsat značné ztráty.

Dalším významným faktorem, který se podepsal pod hypotéční krizi z roku 2007, je vznik nových finančních nástrojů, konkrétně derivátů CDO. Díky nim byly z výše zmíněných rizikových úvěrů sestavovány „balíčky“, široce uznávané jako vysoce zajištěné a bezpečné. Pomocí přenášeného rizika a pákového efektu se tak finančními trhy rozšířila toxická aktiva, která po splasknutí hypotéční bubliny, doprovázeným pádem cen nemovitostí, zapříčinila dramatické znehodnocení finančních investic, vedoucí k rozsáhlým bankrotům.⁶

Vedle investičních bank sehrály klíčovou roli také ratingové agentury, které selhaly ve své úloze adekvátně ohodnotit rizikovost daných finančních nástrojů. Výše zmíněné CDO se tak prodávaly s nejvyšší známkou Aaa, zaručující návratnost investice hraničící s jistotou. Objevily se dokonce spekulace, že ratingové agentury sehrály aktivní roli ve vytvoření tohoto systému a sami z něj profitovaly.

Výše zmíněné okolnosti se dají považovat za nejdůležitější ve vytvoření podhoubí pro následný kolaps finančního systému v roce 2008. Ekonomická recese se velice rychle rozlila za hranice USA, zejména do Evropy, kde tvrdě dopadla na státy eurozóny, úzce provázané se Spojenými státy. Pokles HDP a příjmů státních pokladen vedl k nárůstu deficitů veřejných financí, čímž byla odhalena dlouhodobá neudržitelnost hospodaření některých států. Ty se tak dostaly do značných obtíží a hospodářská krize se transformovala do dluhové krize, dopadnuvší nejvíce na Řecko, Itálii, Španělsko, Irsko, Portugalsko a posléze i Kypr.

⁶⁶ Opět se jedná o velice zjednodušený model. Obsáhlou studii na dané téma vydala například oficiální komise americké vlády Financial Crisis Inquiry Commission, viz: *THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT*. gpo.gov.[online]. Rok 2011. Dostupné na: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>

V tento moment se dá opět hovořit o selhání ratingových agentur, které nezvládly svou úlohu věrohodně ohodnotit solventnost dlužníků a podcenily hrozící rizika, z takto nastaveného systému vyplývající. Produkt jejich činnosti, rating, měl informovat věřitele o míře rizika a potenciální návratnosti investice do emitovaného dluhopisu nebo jiného cenného papíru. Od známky, udělené na škále od Aaa až po C (v případě agentury Moody's), se odvíjela výše úrokové míry, požadované za poskytnuté prostředky. Toto hodnocení tak sloužilo jako indikátor důvěryhodnosti a solventnosti dlužníků a stalo se nedílnou součástí finančních toků – investoři málokdy disponují vlastní kapacitou na relevantní posouzení všech proměnných a následné zhodnocení rizika, museli se tak v široké míře spoléhat právě na udělené hodnocení.

Výchozí teze této diplomové práce, tedy že ratingové agentury zcela selhaly ve své úloze, vychází v případě ratingů národních států z následující úvahy: ratingové hodnocení by ze své podstaty mělo předvídat potenciální situaci i v případě nepříznivého hospodářského vývoje či externího šoku. Pokud totiž důvěryhodnost dlužníka znamená dostát včas a v plné výši svým závazkům, pak známka, kvalitativně tuto důvěryhodnost ohodnocující, musí počítat se všemi variantami budoucího vývoje, a to jak s pozitivními, tak negativními. Pokud tedy jakákoliv externalita dokáže zamezit danému státu ve včasné plnění svých závazků, nebyl takovýto dlužník důvěryhodný již v momentě vzniku půjčky. V případě evropských ekonomik se tato situace dá velice dobře vztáhnout na výše zmíněné státy. Jestliže například Řecko, Španělsko, Irsko a Portugalsko disponovaly v roce 2009 (tedy již v průběhu ekonomické krize) hodnocením A1, respektive Aaa, Aaa a Aa2⁷, znamenalo to, že jimi emitované dluhopisy byly považovány za bezpečné investice s vysokou pravděpodobností návratnosti.

Jelikož se ale po plnohodnotném projevení následků krize hodnocení propadla na C, respektive Baa3, Ba1 a Ba3 v průběhu následujících tří let, znamená to, že u nově emitovaných dluhopisů existuje poměrně vysoké riziko jejich nesplacení. Totéž však platí i pro již existující dluhopisy, tedy ty, ještě před třemi roky považovány za naprosto bezpečné. Alternativa negativního hospodářského vývoje však měla být zohledněna již v původním hodnocení, obzvláště v kontextu probíhající krize, které tak nikdy nemělo být tak vysoké, jelikož tyto ekonomiky představovaly veliké potenciální riziko pro investory.

⁷Hodnocení agentury Moody's, Viz příloha č. 5

Z tohoto konstatování vyplývají dvě různé varianty příčin: ratingové agentury buď chybně aplikovaly správný model ohodnocení rizika, či od samého počátku operovaly se špatnými metodologiemi. Druhé zmíněné napovídá skutečnost, že agentura Moody's, kterou se tato diplomová práce zabývá, zveřejnila v prosinci 2012, pouhé čtyři roky po vydání revidované metodologie v roce 2008, návrh na její další změny, které následně v září 2013 aplikovala v nové a značně pozměněné metodologii.

Smyslem této diplomové práce je analyzovat tyto dvě metodologie, identifikovat konkrétní změny a zasadit je do probíhající dluhové krize.

V české veřejné debatě se v posledních několika letech stal výše zmíněný indikátor, úroveň vládního deficitu, potažmo celková výše státního dluhu, synonymem pro zdraví a kondici národní ekonomiky. Komparativní analýza dvou vybraných států s obdobným vývojem deficitu a státního dluhu a rozdílným vývojem ratingového ohodnocení identifikuje reálnou váhu tohoto ukazatele v celkové důvěryhodnosti země a to v kontextu zavedených změn v metodologii posuzování této důvěryhodnosti.

2 Cíl a metodika práce

2.1 Cíl práce

Hospodářská a dluhová krize, vypuknuvší jako přímý důsledek hypotéční krize v USA z roku 2007, odhalila celou řadu nerovnováh a skrytých bublin v národních hospodářstvích rozvinutých západních ekonomik. Jedním z těchto problémů byl systém ohodnocování rizika na finančních trzích, konkrétně kredibility emitovaných finančních instrumentů a státních dluhopisů.

Ambicí této diplomové práce je zaměřit se na druhé jmenované, tedy udílení ratingového ohodnocení národních států (sovereign ratingu), a analyzovat proměny metodologie vybrané ratingové agentury v kontextu vývoje makroekonomických ukazatelů v před- a po-krizovém období. Náhlý strmý propad udělených známek mnoha evropských ekonomik v důsledku výše zmíněných krizí totiž naznačuje možné podcenění potenciálních důsledků hospodářských šoků na jednotlivé ekonomiky, respektive přecenění odolnosti mnoha národních států vůči těmto šokům, či úplné zanedbání klíčových ukazatelů v předkrizovém hodnocení kredibility státem emitovaných dluhopisů.

Primární výzkum této diplomové práce odhalil značné nedostatky české odborné literatury, která nabízí jen velice vágní a obecnou představu o udělování sovereign ratingu a neposkytuje hlubší charakteristiku tohoto procesu.⁸ Nadstandardní rozsah této práce je tak dán jejím sekundárním cílem, který vyplynul z výše uvedeného zjištění, tedy přinést komplexní analýzu metodologie vybrané ratingové agentury a představit tak ucelený materiál, využitelný jako teoretické východisko pro další vědecké práce. Kapitola 4 tak v drtivé většině vychází z interních dokumentů agentury Moody's, přináší však ojedinělý materiál, využitelný pro další odborné texty.

Na základě provedeného výzkumu metodologie pak bude zodpovězen druhý hlavní cíl této práce, tedy vysvětlení disproporce mezi obdobným vývojem celkové míry zadlužení a deficitu veřejných financí na straně jedné, a rozdílným vývojem ratingového hodnocení na straně

⁸ Toto zjištění je velice dobře patrné ve čtvrté kapitole, která se zabývá právě rešerší odborné literatury na téma ratingových agentur.

druhé, u dvou, krizí velice postižených zemí; Spojených států amerických a Řecka. Ve veřejné debatě se totiž v posledních letech stal deficit státního rozpočtu (potažmo plnění Maastrichtských kritérií) synonymem pro hospodářskou kondici. Touto logikou by tedy měl vývoj amerického ratingu korespondovat s propadem řeckého v období let 2009 - 2012. Druhou ambicí této diplomové práce je analyzovat příčiny opačného vývoje a charakterizovat silné stránky americké ekonomiky, které jí pomohly provozovat deficitní hospodářství v mezích udržitelnosti, respektive slabé stránky řecké, které stály za pádem země až k částečnému defaultu z roku 2012.

2.2 Metodika práce

Pro vytvoření teoretického rámce této diplomové práce byly veškeré informace získány studiem adekvátního množství odborné české a zahraniční literatury a informací získaných z internetových zdrojů. Následně pak byly vymezeny základní pojmy, týkající se ratingové agentury jako instituce. Důraz byl kladen na popis jejich současného postavení v rámci světového trhu a popsání zobecněného postupu agentur při stanovení ratingu státu.

K dalšímu postupu práce bylo nutno vymežit a zúžit pole samotného výzkumu. Po analýze a komparaci jednotlivých společností byla jako nejvhodnější vybrána agentura Moody's.

Po prostudování jednotlivých interních dokumentů společnosti Moody's týkající se metodologie udělování ratingů, konkrétně „Sovereign Bond Methodology 2008“ a „Sovereign Bond Methodology 2013“, byla provedena komparativní analýza s cílem charakterizovat hlavní rozdíly.

Takto identifikované body byly následně analyzovány v kontextu ekonomického před- a po-krizového vývoje vybraných ekonomik, které v daném směru vykazovaly v tomto období určité nestability. Na základě výše zmíněné analýzy „Sovereign Bond Rating Methodology 2013“ byly tyto ukazatele charakterizovány a poté aplikovány na takto vybrané ekonomiky. Tímto způsobem došlo k identifikaci hlavních nedostatků původní metodologie „Sovereign Bond Rating Methodology 2008“ s přímými následky tohoto opomenutí.

V závěrečné části práce je pak provedena komparace Řecka a USA optikou metodologie agentury Moody's z roku 2013. Konkrétní makroekonomické a indexové ukazatele jsou aplikovány na pomocné tabulky této metodologie, čímž je de facto provedeno samo ratingové ohodnocení obou států. Syntézou zjištěných charakteristik výsledných známek jednotlivých faktorů a sub-faktorů vyšel výsledný model reálné váhy dluhové stránky na důvěryhodnost národní ekonomiky.

3 Teoretická východiska

3.1 Pojem rating

Tato kapitola se bude zabývat teoretickým vymezením samotného pojmu rating tak, jak je obecně uznáváno mezinárodní akademickou obcí. I přesto, že rating není novým výrazem, nemůžeme o něm říci, že se jedná o pojem, který jev České republice v současné době známý a širokou veřejností přijímaný. Lidé o něm mají odlišné představy, je proto vhodné hned na začátku rating definovat a odlišit ho od ostatních hodnotících metod.

Rating je pojem, který má poměrně široký význam, v nejšířším slova smyslu znamená hodnocení. Neexistuje pro něj pouze jedna jediná definice. Podle Petra Vinše a Václava Lišky je hodnocením nezávislým, „jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši všem svým splatným závazkům.“⁹

Petr Procházka ho označuje za „*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.*“¹⁰

Andrew Fight pak přichází s tvrzením, že rating jednoduše pomáhá investorům určit relativní pravděpodobnost ztráty peněz na provedené investici. Jedná se o názor na budoucí schopnost, právní způsobilost a odhodlání emitenta dostát v plné výši a včas svým závazkům vůči investorům.¹¹

Jak vyplývá z předcházejících citací, přestože akademická obec není ve svých definicích stoprocentně sjednocená a každý z autorů používá vlastní formulaci pro vymezení tohoto pojmu, na obecné představě o významu projednávaného slova panuje elementární shoda. Pro potřeby

⁹VINŠ P., LIŠKA V. Rating. (s.1)

¹⁰PROCHÁZKA P., Mezinárodní bankovníctví (s.97)

¹¹FIGHT A., The Ratings Game. (s. 4)

této práce budeme rating vnímat jako hodnocení kvalifikované agentury, mající za cíl poskytnout investorům přehled o solventnosti emitentů, nehledě na jejich právní formu.

Z výše uvedené charakteristiky tedy vyplývá, že rating je informace, která umožní posuzování míry rizikovosti, do jaké je hodnocený subjekt neschopen dostát svým závazkům včas a řádně, tj. v plné výši.

Jakákoliv metoda široce užívaného ohodnocení musí mít sjednocenou a veřejně srozumitelnou stupnici, umožňující kompletní přehled pro kohokoliv, kdo by hledal potřebné informace. Nejinak tomu je i u ratingu, který si vyvinul specifickou stupnici, rozdělenou do dvou základních kategorií: investiční a spekulativní. Od hodnocení Aaa¹², znamenající nejkvalitnější investice s nízkou mírou rizika, jejichž splátky jsou zajištěny velkou nebo výjimečně stabilní marží, až po C, které značí téměř nulový investiční potenciál. Každá z devatenácti skupin má své vlastní, přesně popsané vymezení, mezi stupněm dosaženého ratingu a mírou investorem požadované výnosnosti pak existuje nepřímá úměra.¹³

¹² Ratingová stupnice dle agentury Moody's .PROCHÁZKA P., Mezinárodní bankovníctví (s.121)

¹³ Toto paušalizující tvrzení vyplývá z prosté logické úvahy autorky, vyplývající z pozorování ekonomické reality 21. století. Je zjevné, že investoři, svěřující své peníze do rizikových projektů, budou ochotni takto učinit pouze s příslibem většího výnosu než u zajištěných a bezpečných investic.

Obrázek 1: Ratingová stupnice

Fitch	S&P	Moody's	Popis ratingového stupně (dle Moody's)	
AAA	AAA	Aaa	Investiční stupeň	Minimální kreditní
AA+	AA+	Aa1		Velmi nízké kreditní riziko
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		Nízké kreditní riziko
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Mírné kreditní riziko	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Spekulativní stupeň	Významné kreditní riziko
BB	BB	Ba2		Vysoké kreditní riziko
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1		
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	Caa1	V selhání či blízko selhání, ale s možností splacení	
CCC	CCC	Caa2		
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca	V selhání, s nízkou šancí na splacení	
C	C			
DDD	SD	C		
DD	D			
D				

Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_IV/box_a_prilohy/zoi_2011_IV_box_2.html

Pro investory tak rating znamená zdroj informací při jejich rozhodovacím procesu. Každá investice je pro investora jistý druh rizika a právě rating je nástroj, který ho nejen měří, ale také označuje. Aby mohl investor posoudit rizikovost své investice, musí být informace co nejúplnější a nejobektivnější.¹⁴

Při vymezování pojmu rating je také nezbytné zmínit provázanost hodnocení konkrétního státu a společností, v rámci tohoto státu působících. Soukromý subjekt totiž nemůže být ohodnocen dříve, než dojde k posouzení samotné hostitelské země reprezentované centrální bankou, vládou nebo nějakou její agenturou. Takovéto ohodnocení, nazývané sovereign (country) risk, bylo až do začátku 21. století stropem, přes který se posuzovaný emitent nemohl dostat. Jinými slovy, důvěra finančních trhů v jednotlivé firmy nemohla být vyšší než jejich důvěra v „hostitelský“ stát.¹⁵

¹⁴VINŠ P., LIŠKA V. Rating. (s.1)

¹⁵ PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví. (s. 97)

Minulý čas je v předchozím odstavci užíván zcela záměrně, v červnu roku 2001 totiž přišla agentura Moody's s novou a do dnešního dne ojedinělou metodologií, nazvanou „*Piercing the Sovereign Ceiling*“. Ta bude podrobněji představena v kapitole 3.7.1.¹⁶Zároveň je ale nezbytné konstatovat, že zmíněné opatření zavedla Agentura Moody's jako jediná a celkově tak stále platí, že rating hostitelské země je do značné míry určující pro rating subjektů s domicilem v daném státě.

Toto zjištění je však pro smysl práce velice důležité, jelikož uvedená propojenost platí oboustranně. Jak se ukáže v následujících kapitolách, kvalita podnikatelského prostředí a stabilita dominantních firem v pozorovaném státě hraje v ohodnocení země klíčovou roli. Přestože se tedy forma ohodnocování států a soukromých společností na první pohled liší jak způsobem, tak celkovým dopadem, jedná se o vzájemně závislé jevy a nelze jeden abstrahovat od druhého.

Pojem rating je obecný zastřešující termín, pod nímž se skrývá mnoho dalších skupin a možných interpretací. S rozvojem tohoto druhu hodnocení narůstaly i požadavky investorů a bylo nutné průběžně přicházet s dalšími typy ratingových hodnocení. V současné době existuje celá řada různých druhů ratingových agentur, obecně se samotný rating dá rozlišit podle řady základních kritérií, např. z hlediska časového, podle trhu, pro který je rating určen, hlavně však podle hodnoceného dluhopisu a jeho denominace.¹⁷

¹⁶VINŠ P., LIŠKA V. Rating. (s.14)

¹⁷Ibid. (s.6)

Obrázek 2: Členění ratingů

Podle doby splatnosti závazku	Podle druhu závazku	Podle hodnocení subjektů	Podle cílového trhu	Podle hodnotícího subjektu
<ul style="list-style-type: none">• Krátkodobé (se splatností do 1 roku)• Dlouhodobé (doba splatnosti je delší než jeden rok)	<ul style="list-style-type: none">• Syndikovaný dluh• Cenný papír s pevným výnosem• Strukturované financování• Prioritní akcie• Projektové financování	<ul style="list-style-type: none">• Rating bank• Rating podniků• Rating finančních institucí• Rating regionů, měst• Rating zemí	<ul style="list-style-type: none">• Mezinárodní rating• Lokální rating	<ul style="list-style-type: none">• Interní• Externí

Zdroj: vlastní zpracování na základě dle VINŠ P., LIŠKA V. *Rating*. (s.7)

3.2 Historický vývoj ratingu a ratingových agentur

Historie ratingu je spojována s finančním trhem Spojených států amerických, kde v roce 1909 John Moody (zakladatel ratingové agentury Moody's Investors Service) přišel s nápadem, jak ulehčit investorům rozhodování při vkládání finančních prostředků do dluhopisů.

Původní myšlenka sofistikovaného hodnocení subjektů nicméně pochází z počátku devatenáctého století ze starého kontinentu. Nejednalo se sice o unifikovanou klasifikaci dlužníků, vídeňští a berlínští bankéři však přišli se systémem interního hodnocení svých institucí, který pak posloužil jako inspirace při výše zmiňovanému Johnu Moodymu.¹⁸

Neoficiálním zakladatelem hodnocení subjektů v USA byl americký abolicionista Lewis Tappan. Ten si uvědomil důležitost informací při investičním rozhodování a založil roku 1841 spolu se svým bratrem Arthurem agenturu s názvem Mercantile Agency s cílem shromažďovat informace o klientech a jejich kredibilitě.¹⁹

Další významný zlom v historii ratingových agentur přišel v polovině 19. století s rozvojem železnic, který byl z hlavní části financován vydáváním dluhopisů. To mělo za

¹⁸Vzestup a pád ratingových agentur. Investujeme.cz..[online].

Dostupné na: <<http://www.investujeme.cz/vzestup-a-pad-ratingovych-agentur/>>[cit. 7. 8. 2013]

¹⁹Vzestup a pád ratingových agentur. Investujeme.cz..[online].

Dostupné na: <<http://www.investujeme.cz/vzestup-a-pad-ratingovych-agentur/>>[cit. 7. 8. 2013]

následek, že se pozornost investorů upřela na trh cenných papírů a začala vznikat potřeba nezávislého hodnocení. Této situace využil v roce 1909 John Moody a založil první ratingovou agenturu, která se zaměřovala nejprve na železniční, posléze pak i průmyslové společnosti a na podniky veřejných služeb. Už o 15let později měly téměř všechny americké dluhopisy rating. Užitečnost nově zavedeného systému se potvrdila v průběhu světové hospodářské krize ve třicátých letech, kdy nejlépe obstály dluhopisy právě s nejlepším hodnocením.²⁰

V té době už však nebyla agentura Johna Moodyho zdaleka jediná, která působila v oblasti hodnocení solventnosti na americké půdě. V roce 1916 jí následovala Poor's Publishing Company, o šest let později přišly se svými ratingy Standard Statistics Company a Fitch Publishing Company. Překotný vývoj první poloviny dvacátého století následoval roku 1932, kdy na trh vstoupila Duff & Phelps Credit Rating Co., zabývající se analytickou činností v oblasti podniků veřejných služeb. Počet ratingových agentur se pak opět o jednu snížil v roce 1941, kdy fúzí Standard Statistics Company a Fitch Publishing Company vznikla dodnes působící Standard & Poor's (dále jen S&P).²¹

Velice významným hráčem na evropské půdě se stala ratingová agentura IBCA, která roku 1978 vznikla jako specializovaná instituce na rating bank na britských ostrovech. Již za necelých deset let však rozšířila své pole působnosti i na britské korporace a záhy poté začala svou činností pokrývat i společnosti z kontinentální Evropy. Díky fúzi z roku 1992 s francouzskou Euronotation získala IBCA dominantní pozici na poli v Evropě emitovaných dluhopisů. Její následné převzetí Fitch Investor Service (které mělo mimo jiné za následek přejmenování na Fitch IBCA) agentuře umožnilo konkurovat dvěma americkým gigantům i na poli vlastního posouzení sovereign risk. Konsolidace z konce dvacátého století pak vyústila až v převzetí Duff & Phelps a opětovnou změnu názvu na Fitch – těmito kroky si upevnila svou pozici hned za duem Standard & Poor a Moody's.²²

²⁰*Moody's History: A Century of Market Leadership.* Moodys.com. [online]. Dostupné na: <<https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>> [cit. 7. 8. 2013]

²¹*A History of Standard & Poor's.* Standardandpoors.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>> [cit. 7. 8. 2013]

²²*A Brief History Of Credit Rating Agencies.* Investopedia.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>> [cit. 7. 8. 2013]

Výše popsaný proces měl za následek vznik mocného triumvirátu, který v současnosti dominuje světovým ratingovým agenturám s tržním podílem více jak 90%. Největší i nadále zůstává Moody's, pokrývající více jak 40% trhu, v posledních letech však dosahuje téměř stejného výsledku i S&P. Fitch, jak už bylo zmíněno, zaujímá třetí pozici s 16%.

Vývoj ve dvacátém století měl za následek jeden neoddiskutovatelný jev, ratingové agentury se staly ze své podstaty nepostradatelné. Globalizace, hospodářský růst a vývoj informačních technologií naprosto zásadně změnil tvář finančních trhů – doba mezi jednotlivými transakcemi se z dnů zkrátila na pikosekundy a objem obchodovaného kapitálu rostl v uplynulých dekádách exponenciálně. Za těchto okolností není reálné, aby každý z investorů disponoval vlastním analytickým oddělením, které by dokázalo zhodnotit všechny proměnné a posoudit kondici emitentů. Systém ratingových agentur se tak stal nedílnou součástí světového koloběhu kapitálu.

3.3 Ratingová agentura jako instituce

Ratingové agentury mají velmi významnou roli na celosvětovém trhu cenných papírů a bankovních služeb. Tato práce je zaměřena na jejich činnost a metodologii. Následující kapitola vysvětlí, co je ratingová agentura, jaké služby poskytuje a z jakých zdrojů financuje svou činnost.

Ratingovou agenturou se rozumí jakákoliv osoba zabývající se vydáváním ratingů prostřednictvím internetu nebo jiným, veřejnosti snadno dostupným způsobem. Rating vydávají zdarma nebo za příznivou cenu. Celostátně uznávanou ratingovou agenturou se pak rozumí taková osoba, která v tomto oboru podniká po dobu nejméně 3 po sobě jdoucích let, bezprostředně předcházejících datu podání žádosti o registraci. Agentura, která se rozhodne být národně uznávanou ratingovou agenturou, předloží Komisi žádost k zápisu. Ta musí mimo jiné

obsahovat postupy a metodiky, která používá při stanovení ratingů, organizační strukturu a úvěrové hodnocení statistik měření.²³

Činností zkoumaných subjektů je komplexní sběr informací, například o určitém emitentovi finančního nástroje, o situaci v konkrétním hospodářském sektoru či o aktuálních makroekonomických podmínkách. Na základě použití standardizované metodologie, tedy specifického know-how každé ratingové agentury, vydávají stanoviska o důvěryhodnosti emitenta nebo jím vydaného finančního nástroje.²⁴

Ratingy, vydané jednotlivými agenturami, jsou však pouze ukazatelem k posouzení situace v daném okamžiku, musí být tudíž pravidelně revidovány. Ratingové hodnocení agentur má poté strukturovanou povahu. Hodnocení emitentů je rozděleno účinným způsobem do kategorií podle známek, které jsou subjektu udělovány v závislosti na jeho finanční spolehlivosti.²⁵ Je důležité také zmínit, že všechny ratingové agentury ve svých publikacích uvádějí, že jimi vydávaná hodnocení nejsou doporučením ke koupi nebo prodeje určitého cenného papíru, ale jsou pouhým vyjádřením názoru agentury a jejich přesnost není garantována.

Ratingové agentury z počátku poskytovaly hodnocení emitentů zdarma a jejich příjmy jim plynuly pouze z prodeje publikací a ratingových analýz. Postupem času se však ukázalo, že finance z těchto činností jsou nedostačující a agentury začaly zpoplatňovat hodnocené emitenty. V současné době jsou tak právě poplatky emitentů jejich hlavním zdrojem financování. Účtovaná částka se odvíjí od velikosti a typu emise. Například u nově vydaných emisí dlouhodobých obligací se sazba určuje z velikosti emise a dále se k ní připočítává poplatek za každý sledovaný rok.²⁶

Struktura poplatků u dlouhodobých emisí se může zdát jako faktor, který významně ovlivňuje agentury, aby udělily emitentovi vyšší rating. Petr Vinš a Václav Liška se s tímto

²³S. 3850 (109th): *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*. Govtrack.us. [online]. Dostupné na: <<http://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850/text>>[cit. 8. 8. 2013]

²⁴ WITZANY, Jiří. *Credit risk management and modeling*. (s.10)

²⁵ *Komentář k připravovanému nařízení o ratingových agenturách*. Bankovnipoplatky.com. [online]. Dostupné na: <http://www.bankovnipoplatky.com/komentar-k-pripravovanemu-narizeni-o-ratingovych-agenturach-7656.html#_ftn1>[cit. 8. 8. 2013]

²⁶ PEČENÁ, Magda a TEPLÝ, Petr. *Credit risk and financial crises* (s.102)

argumentem vyrovnávají tvrzením, že hlavní motivací agentur je v první řadě udržení dobré pověsti svých hodnocení. Jestliže by investoři přestali důvěřovat tomu, že rating dané agentury není kvalitní a správný, emitenti by nemohli pak nadále počítat se snížením svých nákladů získáním vyššího ratingu.²⁷

Přestože právě tato logická implikace dodávala podle mnoha autorů agenturám na důvěryhodnosti a znemožňovala střet zájmů, při kterém hrozila snížená míra objektivity ze strany hodnotitelů z důvodů snahy dosáhnout na co největší provize, hypotéční krize, vypuknuvší v roce 2007, ukázala na povážlivé trhliny v této konstrukci. Podrobněji bude o tomto tématu pojednáno v následující kapitole.

3.4 Kritika ratingových agentur

Pro kompletnost této práce je nezbytné zmínit také kritiku, se kterou se ratingové agentury musejí v současnosti potýkat. Jejich pozice je totiž natolik významná, že jejich činnost ovlivňuje každodenní chod světové ekonomiky a jakékoliv pochybení může mít zcela fatální následky.

Jak vyplynulo z kapitoly 3.2, ratingové agentury jsou pro globální finanční trhy zcela nezbytné. Bez práce jejich analytických útvarů je nepředstavitelné, aby si například americký investor dokázal udělat ucelený obrázek o kondici středoevropského hospodářského sektoru, na jehož základě by se rozhodnul pro investici v řádu desítek milionů.

Pokud akceptujeme tezi o ratingových agenturách jako o neodmyslitelné součásti finančního trhu, jehož reakce jsou jen velice stěží předvídatelné a jsou velice často řízeny psychologií davu, vyplývá nám z toho značné riziko, že se ratingové agentury mohou za určitých okolností dostat z pozice komentátora do pozice samotného hybatele událostí. Toto tvrzení je doložitelné prostou logickou úvahou: pokud ratingová agentura sníží hodnocení dluhopisu z AAA na AA+, vysílá tím trhům jasný signál o zhoršení stavu tohoto cenného papíru. Konzervativní investoři pak ve snaze zajistit stabilitu portfolia začnou tento produkt odprodávat,

²⁷VINŠ P., LIŠKA V. Rating. (s.6)

čímž vyvinou tlak na jeho cenu, která začne oslabovat. Samotný pokles hodnoty cenného papíru, který by zpětně ospravedlnil snížení hodnocení, tak mohl být zapříčiněn právě oním poklesem známky. Přestože je toto riziko do určité míry sníženo působením tří různých subjektů, mohou ratingové agentury svou činností aktivně ovlivňovat ekonomickou realitu.

Odsud vyplývá i další bod kritiky nepřehledná metodologie udílení ratingu a vysoké vstupní bariéry na trh.²⁸ Je prakticky nemožné, aby za současných okolností získala světové postavení nově založená analytická skupina. Došlo tak k utvoření stabilního oligopolu, na jehož působení je globální ekonomika existenčně závislá, jehož způsob rozhodování je však značně nepřehledný. V kontextu s předchozím odstavcem z toho vyplývá hrozba selektivního přístupu k jednotlivým společnostem a jen stěží kontrolovatelná objektivita. Pokud také zohledníme systém financování činnosti ratingových agentur, vychází z toho hrozící zásadní střet zájmů. Pokud jsou totiž agentury existenčně závislé na korporátních provizích, je v jejich vlastním zájmu být s těmito subjekty „zadobře“.

Nejkontroverznějším aspektem moderního působení ratingových agentur v moderní historii je tak zdroj jejich financování. Jak bylo zmíněno v kapitole 3.4, mnozí autoři považovali za dostatečnou záruku důvěryhodnosti udělených hodnocení pověst ratingových agentur, která by v případě radikálního poklesu zapříčinila jejich pád. Sub-prime krize v roce 2007 totiž ukázala, že triumvirát S&P, Moody's a Fitch měl na jejím vypuknutí zcela zásadní podíl. Dokumentární film *Insidie Job*, oceněný Oscarem v sekci dokumentární film, zmapoval roli ratingových agentur v oné krizi a přišel s konstrukcí trojúhelníku ratingové agentury – banky – pojišťovny, které na systému toxických derivátů CDO vydělávaly závratné sumy peněz.

Z tohoto obvinění ovšem vyplývá velice zajímavá myšlenka k úvaze; z jakého důvodu se podařilo ratingovým agenturám udržet si své nezpochybnitelné postavení v globální ekonomice i po krizi. Odpověď na tuto otázku zčásti přinesly již předchozí kapitoly- ve finančním světě jednadvacátého století prostě není možné fungovat bez služby, kterou tyto společnosti poskytují. Vysoké bariéry vstupu do odvětví spolu se značně sofistikovaným a komplikovaným know-how pak neumožnily žádnému novému subjektu zaujmout pozici zdiskreditované trojice, která byla

²⁸FIGHT A., *The Ratings Game*. (s. 7)

pouze donucena změnit svou metodologii a revidovat celou řadu do té doby vydaných hodnocení. Přestože se tato práce zabývá odlišným sektorem, vysledovaná souvislost má cenný přínos ve formě potvrzení výchozí teze, že ratingové agentury byly po roce 2007 skutečně donuceny revidovat své postupy a udělená hodnocení.²⁹

Toto tvrzení dokládá mimo jiné i Tomáš Vondruška, který říká, že „v červenci roku 2007 (...) došlo k náhlému snížení ratingu cenných papírů krytých hypotékami a to většinu investorů překvapilo. Takto náhlá změna ratingu byla v dosavadní historii ratingových agentur naprosto nevídanou záležitostí.“³⁰

3.5 Metodologie důvěryhodnosti země před krizí v roce 2007

Na začátku této kapitoly je důležité zopakovat, že horní hranicí, nad kterou se nemůže emitent určitého státu dostat, je ratingové hodnocení kreditu dané země. Následující část přiblíží rozdíl mezi rizikem investice do vládních cenných papírů, centrální banky nebo vládní agentury od ostatních investic. Dále budou představena kritéria hodnocení důvěryhodnosti země (sovereign risk) a postupy, které ratingové agentury při udělování ratingu používaly.

3.5.1 Význam stanovení ratingu

Stát má oproti soukromým subjektům v zemi značnou výhodu, jelikož požívá daleko větší důvěry investorů v oblasti závazků v domácí měně. Pokud má stát absolutní kontrolu nad svou monetární politikou, tudíž může prostřednictvím centrální banky emitovat oběživo („lidově“ řečeno tisknout peníze) a abstrahuje se od principu nezávislosti centrální banky na moci výkonné, je riziko nesplnění závazku naprosto marginální. Existuje totiž možnost, že

²⁹ O tomto tématu podrobněji např. McLean Bethany a Joe Nocera v knize *Allthe Devils Are Here, the Hidden History of the Financial Crisis* nebo Elliot Blair Smith ve svém článku s názvem *Bringing Down Wall Street as Ratings Let Loose Subprime Scourge*. Bloomberg.com [online]. Dostupné na: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah839IWTLP9s>>[cit. 8. 8. 2013]

³⁰VONDRUŠKA,T., Souvislosti, příčiny a možná náprava současné finanční krize postkeynesovským a rakouským pohledem. (s.41)

v případě defaultu pokryje dotyčná země výpadek ve splácení prostým vydáním nových bankovek v potřebné výši, kterými poté uspokojí věřitele. To však vede k nárůstu inflace, znehodnocení domácí měny a tudíž i poklesu reálné hodnoty splaceného dluhopisu. Vedlejším produktem je pak značný pokles důvěry finančních trhů v daný stát. V případě, že by nicméně došlo k vypůjčení prostředků v cizí měně riziko nesplnění závazku je logicky mnohem větší.

V devadesátých letech se investoři začali zajímat o cenné papíry, vydávané i v jiných než globálně obchodovatelných měnách. To byl popud pro ratingové agentury, aby začaly hodnotit také riziko cenných papírů, emitovaných vládami v domácí měně.

Obecně se dá konstatovat, že investice do státních cenných papírů jsou méně rizikové než v případě soukromých, jelikož stát má k dispozici účinný nástroj v podobě devizových restrikcí. Tedy, že omezí směnitelnost své měny nebo ji úplně zruší. Tímto zákonným způsobem může zabavit devizové výnosy všech subjektů, které podléhají jeho jurisdikci. Zabavené výnosy pak může použít například na splacení svého dluhu či na prioritní dovozy. Státy, které se tudíž mezinárodně zaváží ke směnitelnosti své měny (čímž sami sobě znemožní výše popsany krok) a jsou členy uznávané mezinárodní organizace, jako jsou například WTO, OECD či GATT, s větší pravděpodobností obdrží vyšší rating než ostatní státy.

Z těchto a dalších důvodů je sovereign risk stále široce uznávaným stropem pro rating soukromých subjektů v dané zemi. Jak již však bylo zmíněno v kapitole 3.1., agentura Moody's přišla v roce 2001 s novou metodologií, nazvanou „*Piercing the Sovereign Ceiling*“. Ta pojednává o sice výjimečné, nicméně reálné možnosti překročit rating státu i pro subjekty s domicilem v dané zemi. Tímto aktem zareagovala agentura Moody's jako první na proměněný globální svět, v němž sehrávají dominantní úlohu nadnárodní korporace. Výchozím bodem pro tuto změnu byla analýza chování států a jiných ekonomických subjektů v dobách krizí. Zatímco totiž dříve platilo, že stát, neschopný dostát svým mezinárodním závazkům obvykle vždy vydal moratorium na všechny mezinárodní platby subjektů, které v dané zemi sídlily, v průběhu krizí z konce 20. století (např. asijská, ruská či mexická) již toleroval výjimky, které i přes neschopnost státu splácet v daný okamžik své závazky nebyly daným moratoriem postiženy. Jinými slovy, platební neschopnost hostitelského státu se nijak nepodepsala na postavení těchto subjektů v mezinárodním řetězci kapitálu a odpadl tak důvod celého konceptu „*Sovereign*

Ceiling“.³¹ Pouze zopakujme, že v této inovaci zůstala agentura Moody's osamocena a zavedený systém ratingu státu jako stropu pro rating soukromých společností stále platí.

3.5.2 Akademický pohled na metodologii důvěryhodnosti země

Hodnocení důvěryhodnosti země vychází především z pohledu do budoucnosti, tedy z toho, zda je určitý subjekt schopný dostát svých závazků v čas a v plné výši. Při ratingovém hodnocení země se zaměřují agentury na dva důležité okruhy a to na ekonomické a politické riziko.³²

Politické riziko odráží ochotu splatit svůj dluh. Emitent se tedy může rozhodnout svůj dluh nesplácet i přesto, že ke splacení má ekonomickou kapacitu. Ekonomické riziko naproti tomu odráží schopnost splatit dluh.

Začátek devadesátých let a rozpad bipolárního uspořádání světa přinesl změnu pohledu na důležitost politických rizik při posuzování důvěryhodnosti země. Pro tento okamžik si vystačíme se zjednodušenou charakteristikou dle Petra Procházky, kdy z politických rizik, konkrétně jejich vnitřní dimenze, vyplývají otázky, zda:

- *„Dokážou vedoucí představitelé státu získat podporu obyvatelstva a pro nepopulární opatření?*
- *Jsou schopni hovořit o svých obavách s představiteli vlivných skupin?*
- *Jsou ochotni a schopni dosahovat sociální smíru?*
- *Existují v zemi ekonomická, sociální, etnická či náboženská napětí, která by mohla tento smír narušit?*“³³

Na základě pádu východního bloku vyvodil autor z takto vymezených kritérií politického rizika závěr, že se „v poslední době se znatelně (...) redukovalo, především díky ukončení

³¹VINŠ P., LIŠKA V. Rating. (s. 15)

³²PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví. (s. 104)

³³PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 105)

bipolárního uspořádání světa“.³⁴ Jedním z dílčích cílů této práce je polemika s takto formulovaným závěrem.

Důvěryhodnost země v otázce splácení svých závazků je relevantní hlavně v systému soukromých investorů a dalších subjektů, které půjčují státu disponibilní prostředky – jinými slovy, které nashromáždí dostatečné množství volného kapitálu, který za poplatek (úrok) půjčí emitentovi na financování jeho činnosti. Pokud politické riziko shrneme slovy, že *„emitent se z politických důvodů může rozhodnout dluh nesplácet i v případě, že k tomu má ekonomickou kapacitu“*³⁵, z logiky věci vyplývá, že na tento druh nejistoty bylo možné narazit hlavně u států východního bloku – to i sám autor nepřímou dokládá tvrzením o ukončení bipolárního uspořádání, jelikož to byl angloamerický systém demokracie, který studenou válku „vyhrál“ a rozšířil její principy po tehdejších socialistickém bloku. Je tedy otázka, do jaké míry byly tyto státy zapojeny do světového toku kapitálu před rokem 1991, jinými slovy, do jaké míry se jich systém ratingového hodnocení důvěryhodnosti vůbec týkal.

Tato polemika je pro smysl práce stěžejní nikoliv proto, aby usvědčila autora z chybných závěrů, ale aby demonstrovala změnu vnímání ratingu po roce 2007. Tedy, pro relevantní posouzení důvěryhodnosti státu je naprosto nezbytné politická rizika nikoliv pouze zahrnout, nýbrž také rozšířit, například o kulturní aspekty daného státu. Podrobněji bude tato úvaha zdůvodněna v závěru práce na základě samotného výzkumu, již v této fázi je ale možné konstatovat, že k různému poklesu ratingu ve sledovaných státech došlo na základě jiných důvodů nežli pouhého ekonomického propadu, který byl ve sledovaných státech obdobný.

Ekonomická rizika vymezil Petr Procházka do *„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.*³⁶

³⁴Ibid (s.105)

³⁵Ibid (s.104)

³⁶ PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 105)

Jelikož ekonomická rizika hrají v posuzování solventnosti státu velice důležitou roli, je zapotřebí je podrobněji představit.

První kategorie, makroekonomické politiky vlády a měnová politika národní banky, vychází z klasické disciplíny makroekonomické analýzy a staví na zkušenostech, nashromážděných MMF. Jedná se de facto o posuzování trendů vývoje v bilanci mezi hrubými národními úsporami a investicemi a způsobu, jakým tyto veličiny ovlivňují běžný účet platební bilance.

Predikce budoucího vývoje nejsou vydávány pouze na základě tvrdých dat, získaných ze statistik jednotlivých národních účtů, důležitou roli v nich hrají také rozhovory s klíčovými odborníky a předními manažery rozhodujících institucí (tzv. policymakers). Kompatibilita jejich odpovědí je pak stěžejní pro úspěch emitenta.

Po očištění státního dluhu od potenciálních inflačních dopadů je posuzována rovnovážnost státního rozpočtu. V této fázi jsou zkoumány strukturální a cyklické součásti programu veřejného dluhu, klíčovou otázkou nicméně zůstává, zda jsou trendy obsaženy v deficitu veřejných rozpočtů a zda takto získané údaje poskytují realistický vhled do ekonomického potenciálu země.

Nezávislost centrální banky a její úspěšnost při snižování inflace je pak rozhodující při posuzování měnové politiky zkoumaného státu. Nedílnou součástí v hodnocení hraje také stabilita národní měny a míra důvěryhodnosti politiky centrální banky, spolu se schopností vlády a centrální banky koordinovat jednotlivé politiky.

Samotné finanční ukazatele jsou však pro relevantní posouzení nedostačující, jádrem je proto „*analýza čtyř klíčových proměnných, kterými jsou:*

- *růst,*
- *inflace,*
- *vnější rovnováha a*
- *úroveň nezaměstnanosti*“³⁷.

³⁷ PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 106)

Dalším stěžejním faktorem je hodnocení strukturálních politik v rámci 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 pektorální změny,*
- *stupeň urbanizace,*
- *efektivnost systému vzdělávání a vzdělanost populace.*³⁸

Podstatnou roli dále sehrává fungování rozhodujících institucí (hlavně centrální banky), zejména v oblasti správy veřejného dluhu. Mezi hlavní kritéria patří zkušenost manažerů a jejich obeznámenost s praxí světových finančních trhů, historie obsluhy dluhu či sofistikovanost jimi užívaných nástrojů.

Druhou skupinou rozhodujících ukazatelů je analýza sektoru obchodovatelného zboží. Ta zahrnuje:

- *„analýzu jeho cenové a necenové konkurenceschopnosti,*
- *tržního podílu rozhodujících exportérů na světových trzích,*
- *zeměpisné diverzifikace výrobních trhů, sektorového rozdělení vývozu zejména mezi primární sektor a hotové výrobky.*³⁹

Význam tohoto pohledu je zjevný: silný vývozní potenciál poskytuje sledované ekonomice dobrou výchozí pozici pro získávání devizových příjmů. Klíčovým indikátorem je pak stupeň otevřenosti ekonomiky, respektive míry jejího zapojení do globálního hospodářství a schopnost absorbovat inovace, přicházející z partnerských států. S tím je spojená míra liberalizace vstupu do jednotlivých sektorů a úroveň protekcionismu v těchto odvětvích. Méně chráněné sektory s nízkými cly bez kvót totiž vykazují dlouhodobě daleko větší pružnost při vyrovnávání se s hospodářskými šoky a větší konkurenceschopnost v mezinárodním prostředí.

³⁸PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 106)

³⁹Ibid. (s. 106)

Posouzení odolnosti proti ekonomickým šokům je velice obtížné a nejednoznačné. Důležitou roli zde hraje zhodnocení historie dané země, respektive jejího způsobu vyrovnání se s těmito problémy v minulosti. Kritickým ukazatelem může být například závislost na dovozech surovin, podléhajících nenadálým a prudkým výkyvům cen na světových trzích, jelikož „země, které prokážou nízkou citlivost vůči externím šokům, mohou bez problému unést větší dluhové břemeno v relaci exportům či HDP než ostatní, a proto je i toto posouzení velmi důležité“.⁴⁰

Z předešlého popisu ekonomických a politických rizik vyplývá další dílčí závěr této práce. Metodologie ratingových agentur je z obecného hlediska velice těžce definovatelná a v téměř každém vymezení napadnutelná pro zjednodušení a nepřesnost. Přestože tvrdá nezpochybnitelná data zaujímají pevné postavení v procesu hodnocení ekonomiky, jedná se pouze o zlomek aspektů, které musí posuzovatel vzít v potaz. Stěžejní roli hrají výše zmiňované pohledy, které jsou statisticky nepodchytnelné, záleží tudíž na preferencích konkrétního posuzovatele, jakým způsobem je vyhodnotí.

I přesto se dá na základě komparace vnějších ukazatelů pozorovaných ekonomik a vývoje jejich ratingu vysledovat, které prvky agentury akcentovaly a které naopak opomíjely. Zodpovězení takto vymezené otázky je jeden z hlavních cílů této práce.

3.6 Zobecněný postup ratingových agentur při stanovení ratingu státu

Při stanovení ratingu země je velmi důležitá spolupráce ratingové agentury s klíčovými institucemi, tedy centrální bankou, ministerstvy, odbory, zástupci politických stran a dalšími. Aby hodnocená země zvýšila svou šanci na úspěch v celém procesu, je po ní vyžadována značná míra konzistentnosti a koordinace s ratingovou agenturou. Obvykle dojde ke stanovení jedné instituce, která má tuto agendu na starosti. Bývá jí taková, jenž má aktivní účast na mezinárodním finančním trhu.⁴¹

V případě, že emitent požádá o stanovení ratingu, zašle mu agentura standardní dotazník. Tento formulář obdrží zájemce přibližně měsíc před návštěvou ratingových analytiků. Dotazník,

⁴⁰PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 107)

⁴¹Ibid. (s. 107)

neboli checklist, se zaměřuje na budoucnost. Historická data týkající se emitenta jsou požadována minimálně pět let zpět a prognostická dva roky dopředu.

Zasílaný checklist ratingové agentury obsahuje následujících 14 okruhů:

- Demografické údaje, úroveň vzdělání a strukturální faktory.
- Analýza pracovního trhu.
- Struktura výstupu a obchodu.
- Dynamika soukromého sektoru.
- Rovnováha mezi nabídkou a poptávkou.
- Platební bilance.
- Analýza střednědobých růstových omezení.
- Makroekonomická politika.
- Obchodní politika a politika v oblasti přímých zahraničních investic.
- Bankovníctví a finance.
- Zahraniční aktiva.
- Zahraniční závazky.
- Politika a stát.
- Mezinárodní pozice.⁴²

Při stanovování ratingu je velmi častý postup, kdy emitent požádá ratingovou agenturu o předběžnou indikaci úrovně ratingu, takzvaného stínového ratingu. Pokud jeho výše odpovídá představám emitenta, zahajuje se formální proces, kdy agentura pošle do hodnocené země analytiku (standardně dva až tři), kteří jsou v dané zemi přibližně týden na průzkumné misi. Při jejich první návštěvě by měl národní koordinátor vypracovat a zaslat podrobnou studii o hospodaření své země, obsahující polické a sociální souvislosti.

Ratingový analytici, vyslaní na misi do konkrétní země, se zaměřují nejen na posouzení dluhu daného státu a schopnost jeho splacení, ale posuzují také jiné zahraniční závazky, například držbu přímých a portfoliových investic cizozemci. Analytici sledují i míru

⁴² PROCHÁZKA P. Mezinárodní bankovníctví (s. 108)

profesionalitu expertů, jejich zázemí a způsob, jakým dokážou využívat dostupné nástroje a mechanismy k dosahování cílů hospodářské politiky a jak jednají v krizových situacích. Velmi často také navštěvují vybrané banky či exportéry. Po návratu ze své mise připraví zprávu, kterou předávají ratingovému výboru. Výsledek následujících jednání je předběžný a slouží jako předmět posouzení mezi emitentem a agenturou. Pokud je vybraná země s uděleným ratingem spokojena, agentura publikuje výsledek v hlavních médiích spolu se stručným zdůvodněním. V případě, že by uchazeč nebyl s výsledným hodnocením spokojen, může nadále diskutovat o možnostech zlepšení hodnocení. Celý proces udělování ratingu, tj. doba od požádání o rating až do jeho oznámení, trvá přibližně 3 až 4 měsíce.⁴³

Ratingové přehodnocování trvá standardně jeden rok. Roční báze však platí spíše v případě stabilní situace či při zlepšujícím se vývoji. Pokud v hodnocené zemi nastanou potíže, vedoucí k neschopnosti splacení dluhu, může být změna provedena i v kratším intervalu.

⁴³ *NAŘÍZENÍ O RATINGOVÝCH AGENTURÁCH - „OBVYKLÁ“ REAKCE NA FINANČNÍ KRIZI?*

law.muni.cz. [online]. Dostupné na:

<http://www.law.muni.cz/sborniky/cofola2009/files/contributions/Zdenek%20Hustak%20_865_.pdf>[cit. 11. 8. 2013]

4 VLASTNÍ PRÁCE

Zadání této diplomové práce počítalo s vymezením proměn metodologie ratingových agentur po globální krizi v roce 2007. Z úvodního výzkumu ovšem vyplynula nutnost tento cíl dále vymežit a zúžit. Pojem „ratingová agentura“ je totiž natolik široký, že jakákoliv paušalizace by nutně vedla ke zjednodušení a zkreslení zjištěných poznatků. I pokud budou brány v potaz „pouze“ tři největší, tedy Moody's, S&P a Fitch, stále budou muset být zohledněny tři různé přístupy. Komplexní zohlednění těchto různých metodologií by dalece přesáhlo možnosti diplomové práce, v případě dodržení daného rozsahu by se naopak jednalo o nepřipustné zjednodušení problematiky, které by jistojistě vedlo k nepřesným a zavádějícím závěrům.

Z tohoto důvodu bylo přistoupeno k rozboru pouze jedné ratingové agentury. Po bedlivém výzkumu a komparaci jednotlivých společností byla vybrána jako nejlepší agentura Moody's. Bylo tak učiněno hlavně z následujících důvodů:

- Agentura Moody's je s tržním podílem více než 40% suverénním celosvětovým lídrem v oblasti udělování ratingu.
- Jedná se o druhou nejstarší společnost⁴⁴ v této oblasti působící, která po dlouhá desetiletí utvářela trendy v oblasti oceňování rizika. Její analýza tak dodá kvalitnější vhled do světa ratingových agentur s větší vypovídající hodnotou.
- Moody's zaujímá nejtransparentnější přístup ke své činnosti, když na svých internetových stránkách zveřejňuje podrobné popisy metodologií jednotlivých sektorů, na základě adresovaného dotazu také navíc poskytla historickou metodologii Sovereign ratingu z roku 2008, pro tento výzkum nezbytnou.

První část čtvrté kapitoly představí ve stručnosti agenturu Moody's - základní informace o společnosti, její historický vývoj a pole působnosti. Další části se pak budou zabývat komparativní analýzou metodologie z roku 2008 a 2013. Na jejím základě budou identifikovány klíčové body, které určí konkrétní posun v přístupu k oceňování rizika státních dluhopisů.

⁴⁴Rating - S&P, Moody's a Fitch. Fxstreet.cz. [online]. Dostupné na:<<http://www.fxstreet.cz/rating-sp-moodys-a-fitch.html>>[cit. 1.9. 2013]

Závěrečná část pak představí komparativní analýzu USA a Řecka na základě právě těch aspektů, které vyjdou z výše zmíněného výzkumu. Díky této závěrečné části bude možné dojít k vytyčenému cíli.

4.1 Agentura Moody's Corporation

Agentura byla založena v roce 1914 Johnem Moodym a mezi ostatními agenturami má přibližně 40% tržní podíl. V současné době je nezbytnou součástí globálních kapitálových trhů. Vedle ratingů provádí ekonomické průzkumy a finanční analýzy komerčních i státních subjektů a poskytuje software pro řízení rizik finančních institucí. Moody's Corporation je mateřskou společností Moody Investors Sevice a Moody Analytics. Moody Investors Sevice je předním poskytovatelem úvěrových ratingů, výzkumů a analýzy rizik, svou činností pokrývá dluhové nástroje a cenné papíry. Moody Analytics nabízí špičkový software, poradenství a výzkum pro úvěrové a ekonomické analýzy a finanční řízení rizik. V roce 2013 Moody's Corporation tržby 3,0 miliardy dolarů, zaměstnává přibližně 8400 lidí po celém světě a má pobočky ve 31 zemích.

45

Sídlo společnosti Moody's je umístěno na adrese 7 World Trade Center at 250 Greenwich Street, New York, New York 10007.⁴⁶ Dle dokumentu s názvem Moody's Corporation Reports Results for Fourth Quarter and Full-Year 2013, který Moody's vydala 7. února 2014, vykázala společnost za 3. čtvrtletí 2013 tržby ve výši 779.200.000 dolarů, což je o 3% více než bylo vykázáno za stejné čtvrtletí předchozího roku. Své provozní náklady za poslední čtvrtletí roku 2013 dokázala společnost snížit o 5% oproti stejnému období z roku 2012, činí tedy 467.300.000 dolarů. Provozní zisky za uváděné čtvrtletí činí 311.900.000 dolarů, což představuje nárůst o 20% oproti loňskému roku viz příloha č. 1.⁴⁷

⁴⁵Moody's Investor Relation. *ir.moodys.com*. [online]. Dostupná na: <<http://ir.moodys.com/>>[cit. 8. 1. 2014]

⁴⁶MOODY'S CORPORATION. *ir.moodys.com*. [online]. Dostupné na: <<http://ir.moodys.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-11-47974>>[cit. 8. 1. 2014]

⁴⁷Moody's Corporation Reports Results for Fourth Quarter and Full-Year 2013. *ir.moodys.com*. [online]. Dostupné na: <<http://ir.moodys.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=824153>>[cit. 8. 2. 2014]

Důležité informace pro svou činnost společnost Moody's čerpá z mnoha mezinárodních zdrojů a to především z Mezinárodního měnového fondu, Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, Evropské komise a od Banky pro mezinárodní platby. Nicméně některé ukazatele a to především ty z oblasti státní správy a zahraničního dluhu vyžadují odhad analytiků ratingových analytiků na základě údajů poskytnutých vnitrostátními statistickými zdroji.

4.2 Metodologie 2008

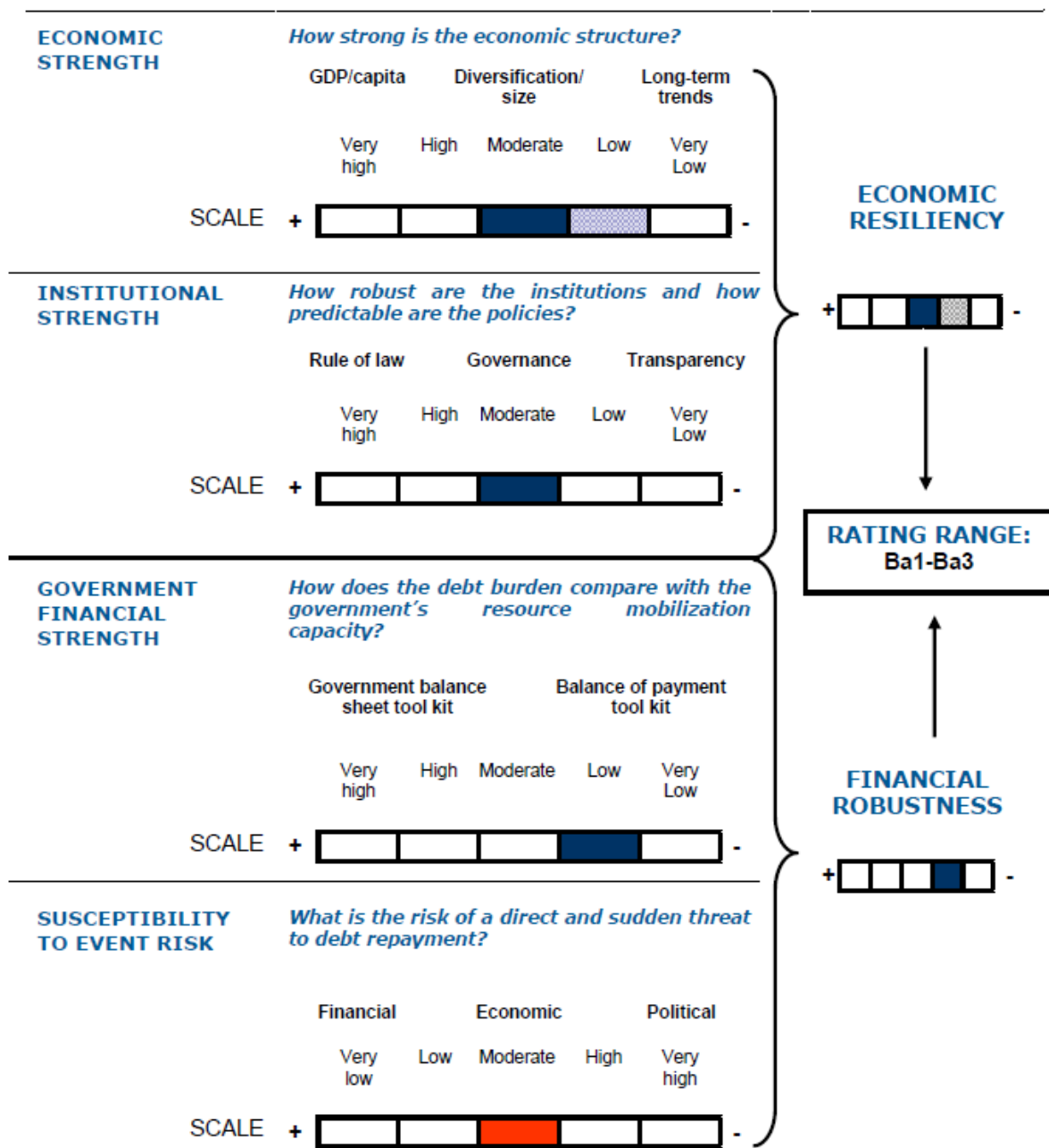
Metodologie z roku 2008 pracuje se čtyřmi faktory, postupně kombinovanými do dvou stěžejních ukazatelů. Těmito faktory jsou:

- Ekonomická síla (Economic strength)
- Institucionální síla (Institutional strength)
- Finanční síla státu/vlády (Financial strength of the government)
- Odolnost vůči šokům (Susceptibility to event risk)

První dva jmenované vytvoří ekonomickou odolnost (country economic resiliency), druhé dva pak vládní finanční robustnost (government financial robustness). Následným krokem je kombinace výše zmíněných ukazatelů, která udá uvažované rozmezí výsledného ratingu. Definitivní hodnocení je pak dáno na základě zvážení dodatečných faktorů, které nebyly do analýzy zakomponovány dříve. Každý faktor je ohodnocován na pětibodové škále Very high až Very Low s mezistupni High, Moderate a Low.

Obrázek 3: Postup stanovování ratingu

Sovereign rating mechanics: Example of country A



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien, Sovereign Bond Ratings, (s.3)

4.2.1 Faktor 1 – ekonomická síla

Klíčovým ukazatelem faktoru 1: ekonomická síla je HDP na obyvatele, odrážející schopnost a ochotu státu dostát svým závazkům. Důležitost tohoto ukazatele je vedle intuitivního zhodnocení podložena také statisticky, žádný ze států s HDP na obyvatele vyšším než 11.000\$ nevyhlásil v historii ani částečný default.⁴⁸

K samotnému ohodnocení však Moody's používá tento ukazatel, vyjádřený v paritě kupní síly obyvatelstva. Dle analytiků agentury se totiž jedná o daleko relevantnější ukazatel, s větší vypovídající hodnotou při mezinárodním srovnání a lépe reflektující skutečnou životní úroveň obyvatelstva, od které se ekonomická síla daného státu odvíjí.

Důraz na vysokou hodnotu tohoto ukazatele také v posledních letech podkopává příjmová orientace politik některých rozvíjejících se ekonomik, díky které tyto země zaznamenávají dramatický nominální HDP na obyvatele. Dá se tak očekávat, že v následujícím období bude patrný trend růstu průměrné hodnoty mezi státy s nižším než nejvyšším hodnocením nad úroveň, která by v minulosti zajišťovala zlepšení ratingu.

Sekundárním indikátorem faktoru 1 je pak úroveň diversifikace, nepřímou měřená dlouhodobou proměnlivostí nominálního HDP státu. Důvodem k tomu je obava, že pouhé HDP na hlavu může být zkresleno příznivým cyklem či jinými okolnostmi, které celkově rozmění důležitost tohoto sub-faktoru. Robustnost ekonomiky se může také velice pozitivně podepsat na schopnosti státu absorbovat hospodářské šoky - uvažme Čínu a Lucembursko pro pochopení tohoto tvrzení.

Pro konečné zpřesnění ratingu se používají další ukazatele, jako je míra inovací (měřená pomocí Global Competitiveness Report, vydávaného Světovým ekonomickým fórem), míra investic do lidského kapitálu (měřená například pomocí vývoje vzdělanosti), či integrace v mezinárodních organizacích, z nichž plynoucí výhody by mohly pomoci překonat státu nepříznivý hospodářský vývoj.

⁴⁸ Z tohoto konstatování však nelze vyvozovat, že státy s HDP na obyvatele nad tuto hranic jsou hodnoceny nejvyšším ratingem Aaa.

4.2.2 Faktor 2 – Institucionální síla

Faktor 2 - institucionální síla, obecně zkoumá míru důvěryhodnosti institucí dané země a to zhodnocením míry ochrany osobního vlastnictví, efektivita a předvídatelnost vládních činitelů, transparentnost a schopnost politické reprezentace dosáhnout konsenzu. Všechny výše zmíněné sub-faktory hovoří o předpokladu dodržování uzavřených smluv ze strany dotyčného státu, což má přímou návaznost na ochotu a schopnost splácet závazky, uzavřené například předchozí vládní garniturou.

Přestože hovoříme z podstaty věci o kvalitativních ukazatelích, zaujímají velice důležitou roli v hodnocení agentury Moody's a je potřeba jejich kvantitativního zachycení.

Institucemi se rozumí souhrn formálních pravidel a neformálních zvyklostí, poskytujících rámec pro společenské a mezilidské interakce v daném státě.⁴⁹ Z perspektivy sovereign ratingu se jedná o zachycení, zda tyto instituce vytváří prostředí pro stabilní hospodářský rozvoj s respektováním práva. Ukazuje ale také na schopnost státu v případě potřeby získat dodatečné zdroje na krytí svých výdajů, například zvýšením daní.

Pro posouzení tohoto faktoru využívá agentura indexy, vydávané Světovou bankou: index právního řádu (Rule of Law) či index efektivity (Government Effectiveness Index). Tento a další indexy pak agentura obohatí o vlastní analytické zhodnocení předvídatelnosti politik státu.

4.2.3 Kombinace faktoru 1 + 2 - získání ekonomické odolnosti (Economic resiliency)

Kombinací výše zmíněných faktorů získá agentura obraz o schopnosti státu absorbovat hospodářské šoky. Přestože je ekonomická síla velice úzce vnitřně propojena s institucionální silou (mnohé výzkumy prokázaly, že příjmové rozdíly mezi jednotlivými státy jsou často

⁴⁹NORTH, Douglas. *Journal of Economic Perspectives*. econ.uchile.cl. [online]. Dostupné na: <<http://www.econ.uchile.cl/uploads/documento/94ced618aa1aa4d59bf48a17b1c7f605cc9ace73.pdf>> [cit. 12. 2. 2014]

zapříčiněny právě nekvalitními institucemi), výsledná kombinace přináší ucelený obraz o schopnosti daného státu absorbovat hospodářské šoky.

Samotná kombinace faktorů probíhá jednoduchým způsobem: do tabulky se na svislou osu dosadí hodnocení faktoru ekonomické síly, na vodorovnou institucionální a spojnice dá hodnocení ekonomické odolnosti podle stanoveného klíče.

Tabulka 1: Kombinace faktoru 1 a 2

Assessing Resiliency		Factor 2 – Institutional strength							
		Very low	Low	Moderate	High	Very High			
Factor 1 – Economic strength	Very high								
	High								
	Moderate								
	Low								
	Very low								
Economic resiliency									
Very Low		Low		Moderate		High		Very high	

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien, Sovereign Bond Ratings, (str.9)

4.2.4 Faktor 3 - Síla vládních financí (Government's financial strenght)

Tento faktor je dle agentury potřeba hodnotit nad rámec standardního aplikování ekonomických ukazatelů (jako je v tomto případě například deficit veřejných financí, poměr státního dluhu k HDP atd.), jelikož samotná úroveň zadlužení není pro míru rizika určující - daleko více se hledí na udržitelnost dluhu.

K tomu účelu si agentura Moody's klade dvě otázky:

- Do jaké míry je vláda limitována ve svých rozhodnutích veřejným dluhem?
- Jak obtížné je pro vládu generovat prostředky na splácení dluhu, ať již pomocí refinancování či pomocí fiskálních nástrojů?

4.2.4.1 Limitace dluhem

Řešení problému generování prostředků je odvislé od charakteru veřejného dluhu. Je totiž rozdíl mezi jedním dolarem, splatným za rok a dolarem se splatností deseti let. Jeden dolar splatný v domácí měně zatíží pokladnu daleko méně než stejná částka v případě, že má stát omezený přístup k získání deviz. Tyto a mnoho dalších úvah musí agentura vzít v potaz při zhodnocování fiskální síly země.

Analýza tohoto faktoru je rozdělena do několika kroků. První výše zmíněnou otázku, jak moc je existence veřejného dluhu pro stát limitující, zodpovídá pomocí dvou dalších otázek:

- Do jaké míry si země může daný dluh "dovolit"? („How "affordable" is the debt?“)

Jelikož stejná úroveň veřejného dluhu dvou států s identickým HDP může oběma působit různé náklady, je nutné vzít v potaz reálnou zátěž, kterou obhospodařování dluhu přináší. Toho je dosaženo pomocí poměru splácených úrokům příjmům a celkovou částkou k vypůjčení.

Druhá otázka pak zní:

Jak nepříznivá je nebo potenciálně může být struktura dluhu? („How adverse (or potentially adverse) are the debt dynamics?“)⁵⁰

I v tomto případě se odpověď skládá ze dvou indikátorů. Prvním je úvaha, jak náchylná je úroveň dluhu na neočekávaný šok či krizi. K tomu přistupuje agentura pomocí struktury dluhu, respektive její bezpečnosti: tedy, zda jsou splátky rovnoměrně rozloženy v čase (a nehrozí tudíž výkyvy ve splácení), či zda se u dluhopisů často nevyskytuje různorodá indexace (ať již směnného kurzu či úrokové míry).

Přestože agentura bere v potaz i potenciální závazky, děje se tak pouze do té míry, do jaké mohou ohrozit veřejný deficit a dále zatížit veřejné finance. Deficit penzijního systému je tak

⁵⁰Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien, *Sovereign Bond Ratings*, (s.12)

například brán v potaz pouze v případě, že hrozí jeho neudržitelnost a hrozí kvůli tomu excesivní nárůst výdajů.

Druhým indikátorem je dlouhodobý trend vývoje míry zadlužení, tedy, zda má tendenci klesat, stagnuje či dochází k jeho nekontrolovatelnému boomu. Určuje však spíš směr, kterým se ratingové hodnocení vydá, než jeho přesnou úroveň.

4.2.4.2 Schopnost generovat prostředky na splácení dluhu

Zkoumání tohoto sub-faktoru je rozděleno na tři body. Prvním z nich přístup k dalším zdrojům financí prostřednictvím emise nových dluhopisů, tedy refinancování. Přestože tento způsob splácení dluhu pochopitelně nezlepší solventnost státu, může uvolnit likviditu státních prostředků a získat tak čas.

Pomocným ukazatelem v tomto případě mohou být například poměr měnového agregátu M3 k HDP nebo suma bilancí bank tržních finančních instrumentů jako procentuální poměr k HDP, vypovídající hodnotu má také struktura portfolia věřitelů - zda se jedná o domácí či zahraniční investory. Pokud je například majoritním držitelem dluhopisů centrální banka, riziko, že nechá stát zbankrotovat, se dá považovat za velmi malé.

Druhým bodem je otázka, zda stát vlastní nějaká zpeněžitelná aktiva, kterými by v případě nouze byl schopen uhradit své závazky. Agentura však v tomto bodě nespecifikuje, podle jakého klíče tuto část analýzy provádí.

Třetím bodem je pak míra přizpůsobivosti veřejného sektoru, ohodnocená podle poměru dluhu k příjmům. Nízký poměr přitom poukazuje na dostatečný příjem státní kasy formou výběru daní. Tento indikátor má za cíl posoudit schopnost státu uzpůsobit svou politiku v případě negativního poměru a získat větší množství prostředků

4.2.5 Faktor 4 - Náchylnost země k rizikovým událostem (Susceptibility to event risk)

Na rozdíl od prvního a druhého faktoru, které zkoumají schopnost vládního sektoru vypořádat se s hospodářskými šoky, tento faktor hodnotí v tomto směru odolnost ekonomiky jako celku. Může se jednat například o události s ekonomickým dopadem (zemětřesení), finančním (spekulační krize) či politickým (válka, nepokoje) vždy však spojené s vlivem na potenciální schopnost země dostát svým závazkům.

Faktor č. 4 se v obecném slova smyslu zaměřuje na zodpovězení otázky: existuje riziko, že přímá a okamžitá událost povede k defaultu či zvýší jeho šance natolik, že ospravedlní snížení ratingu země? Přestože mnoho z podobných hrozeb bylo již zohledněno v předešlých analýzách, tento bod zkoumá nejhorší možný scénář a připravenost státu se s ním vypořádat.

4.2.6 Kombinace faktoru 3 + 4 - finanční robustnost (Financial robustness)

Obdobně jako u určení ekonomické odolnosti, finanční robustnost se stanoví kombinací faktorů 3 + 4 v jednoduché tabulce.

Tabulka 2: Určení hodnocení finanční robustnosti

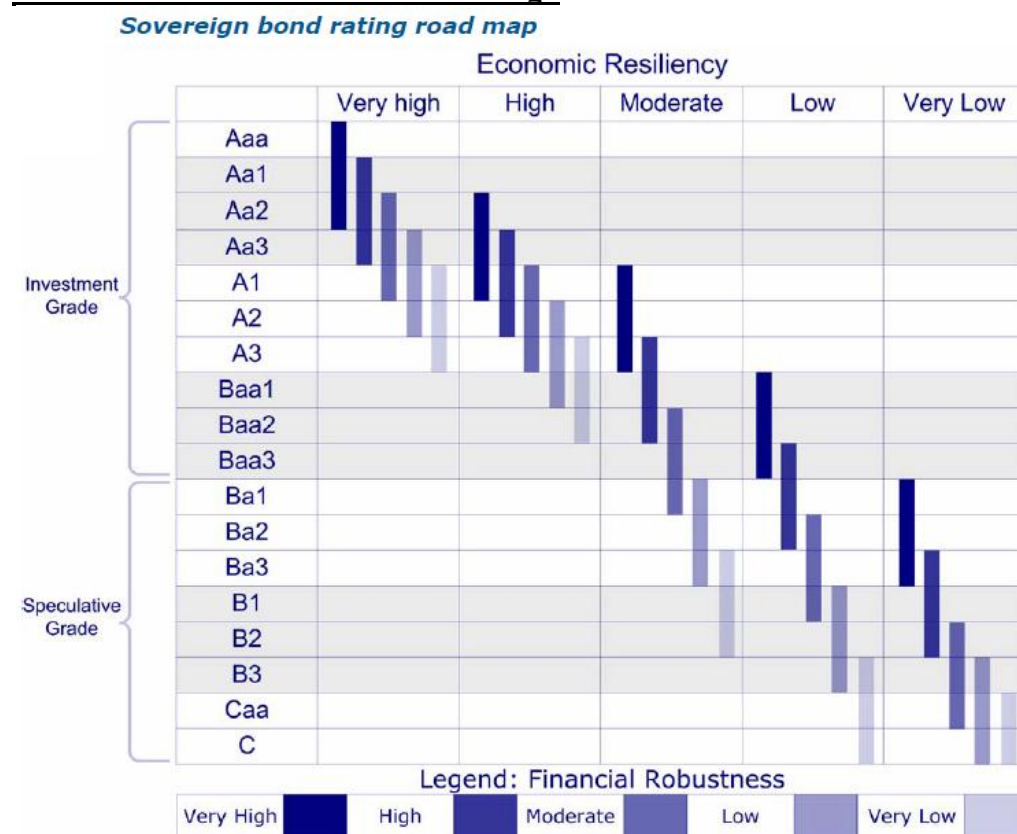
Assessing Financial Robustness		Factor 4 – Susceptibility to event risk							
		Very low	Low	Moderate	High	Very High			
Factor 3 – Government Financial strength	Very high								
	High								
	Moderate								
	Low								
	Very low								
Financial Robustness									
Very Low		Low		Moderate		High		Very high	

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien, Sovereign Bond Ratings, (s.17)

4.2.7 Závěrečné stanovení ratingu

Závěrečná fáze stanovování ratingu zkoumané země kombinuje ekonomickou odolnost a finanční robustnost podle následujícího klíče. Tato kombinace však nepřinese konkrétní rating, nýbrž rozmezí, ve kterém se bude hodnocení pohybovat. Samotnou známku udělí analytici na základě dosud nezohledněných faktorů a poznatků. Toto rozpětí je také užíváno z důvodu úzké škály mezikroků této metodologie, která pracuje pouze s pětibodovou stupnicí very low - very high.

Tabulka 3: Závěrečné stanovení ratingu



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien, Sovereign Bond Ratings, (s. 18)

4.3 Měření nebo odhad klíčových faktorů a následné mapování ratingových kategorií

Samotné určení výsledného ratingu je značně riskantní záležitostí, neboť chtě nechtě počítá se značnou mírou zjednodušení a paušalizace. Agentura totiž musí do své analýzy zakomponovat mnoho kvantitativních proměnných při zohlednění dalších kvalitativních proměnných. To vše pak vyjádří jedním jediným „číslem“, které je určující pro chování finančních trhů a má moc ovlivnit obrovské toky kapitálu.

Agentura Moody's k tomuto účelu zvolila systém určité „pyramidy“⁵¹, kdy na výchozí faktor „ekonomická síla“ postupně nabaluje další a další, přičemž každý faktor má svou vlastní kvantifikovanou váhu. Ta je dána podle přesně stanovených kritérií na základě makroekonomických dat v případě kvantitativních ukazatelů, a tzv. „adjustment factors“ v případě kvalitativních, které následně upravují hodnocení celkového faktoru.⁵²

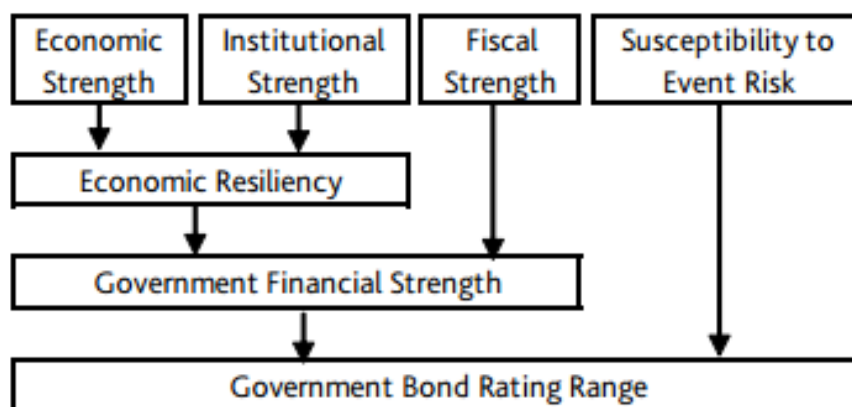
V prvním kroku se stanoví faktor 1 „ekonomická síla“, která v kombinaci s faktorem 2 „institucionální síla“ stanoví první mezikrok „ekonomická odolnost“. Ten se dále skombinuje s faktorem 3 „fiskální síla“, čímž se získá druhý mezikrok „vládní finanční síla“. Ten slouží jako rámcový rating daného státu, který již nemůže stát překonat. Faktor 4, „citlivost na nenadále změny“, má totiž opravný charakter a může posouvat výsledný rating pouze směrem dolů.⁵³

⁵¹Viz obrázek 4

⁵² Podrobný přehled faktorů a sub-faktorů viz kapitola 4.2

⁵³ Podrobněji bude toto popsáno v kapitole 4.4.1.

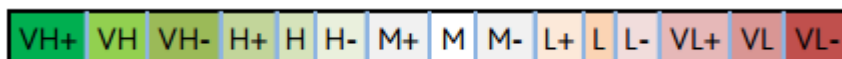
Obrázek 4: Postup pro stanovení konečného ratingu



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.8)

Každý z výše popsaných kroků vyžaduje stanovení „mezistupně“, dílčí známky, která po dalších kombinacích dá dohromady výsledný rating. Metodologie 2013 zavádí oproti metodologii 2008 dalších 10 stupňů, konkrétně tři hodnoty „+“, „neutrální (bez znaménka)“ a „-“ každé původní známky VH („Very High“), H („High“), M („Medium“), L („Low“) a VL („Very Low“), přičemž VH+ určuje nejvyšší možný stupeň, VL- pak nejnižší.

Obrázek 5: Stupnice pro členění sub-faktorů



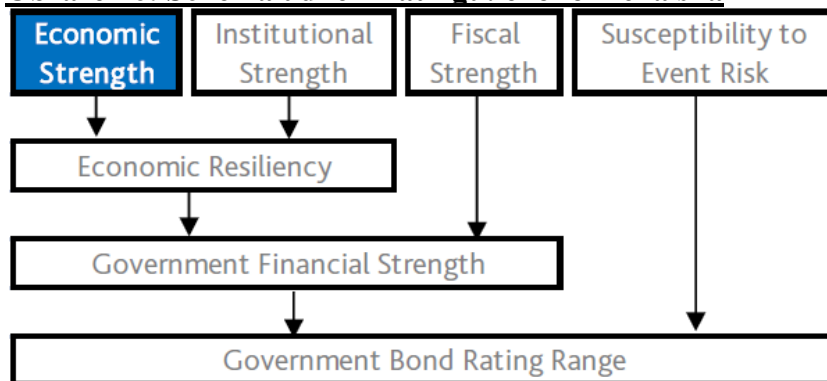
Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.8)

4.3.1 Jednotlivé kroky při stanovování ratingu

Následující podkapitola popíše způsob určování známky jednotlivých faktorů a princip jejich následující kombinace.

4.3.1.1 Faktor 1 – ekonomická síla

Obrázek 6: Schéma udílení ratingu: ekonomická síla



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.8)

Prvním zohledňovaným faktorem při stanovování konečného ratingu dané země je její ekonomická síla („Economic Strength“). Při jejím posuzování jsou brány v potaz následující ukazatele:⁵⁴

- potenciál růstu
- diverzifikace ekonomiky
- konkurenceschopnost
- národní důchod
- velikost ekonomiky

Nedostatečná „síla“ národní ekonomiky byla v uplynulých letech podstatným faktorem při vyhlášení národních defaultů, nejčastěji se vyskytujících u států se slabým střednědobým výhledem ekonomického růstu. Spouštěcím mechanismem defaultu pak může být jak nenadálý pokles vnější konkurenceschopnosti, zapříčiněný jednorázovým a neočekávaným šokem určitého

⁵⁴ „Growth potential, diversification, competitiveness, national income and scale“ – viz interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.8)

odvětví, na kterém je daná ekonomika existenčně závislá (například pokles cen ropy v případě Ruska) či série menších, permanentních šoků v krátkém časovém období (pokles cen banánů na světových trzích a rapidní úbytek turismu po 9/11 ve státech Karibiku, které v kombinaci s přírodními katastrofami vedly k permanentní nerovnováze běžného účtu platební bilance a akumulaci veřejného dluhu).⁵⁵

Podstatnou roli v tomto bodě hraje výše zmíněná diversifikace ekonomiky, či její celková velikost („scale“). U prvně jmenovaného se jedná o očividný jev, kdy stát, prosperující stejnou měrou z řady odvětví, přežije lépe nenadálý pokles některého z nich než země, existenčně závislá na určitém sektoru. V případě velikosti je analogie obdobná a dobře představitelná na příkladu Číny: tamní obří trh je schopen se lépe vypořádat a absorbovat neočekávaný hospodářský šok než Lucembursko, byť v poměru k HDP na hlavu nesrovnatelně bohatší.

Historickou důležitost ekonomické síly při posuzování důvěryhodnosti země velice dobře demonstruje následující statistika: z 29 sovereign defaultů od roku 1997 bylo 10% zapříčiněno dlouhodobou ekonomickou stagnací, 41% pak vysokou mírou zadluženosti.⁵⁶ Byla to však právě síla ekonomiky, respektive její nedostatek, který učinil zadluženost konkrétní ekonomiky neudržitelnou: země se stabilním ekonomickým růstem je schopna generovat dostatečné příjmy na obhospodařování svého dluhu – právě jeho absence (v širším měřítku nazvatelná „nedostatečné síla ekonomiky“) činí tento dluh rizikovým.

Jak již bylo zmíněno v podkapitole 4.3.2.1 faktor 1 „ekonomická síla“ se skládá ze čtyř sub-faktorů o různých vahách, které se dále větví na celkových 7 indikátorů. Jedná se o dynamiku růstu s padesátiprocentní vahou rozmanitosti ekonomiky („scale of the economy“), národní důchod neboli HDP na obyvatele s pětadvaceti procentními vahami a tzv. „adjustment faktory“, upravující výsledné hodnocení o omezený počet známek nahoru či dolů⁵⁷ – viz následující obrázek č. 7

⁵⁵Ibid.

⁵⁶Ibid.

⁵⁷ Jak bude vysvětleno dále, u některých se jedná o posun pouze dolů, u některých obojím směrem.

Obrázek 7: Faktor 1:Ekonomická síla

Broad Rating Factors	Rating Sub-Factor	Sub-factor Weighting (towards Factor)	Sub-Factor Indicators
Factor 1: Economic Strength	Growth Dynamics	50%	Average Real GDP Growth _{t-4 to t+5}
			Volatility in Real GDP Growth _{t-9 to t}
			WEF Global Competitiveness Index _t
	Scale of the Economy	25%	Nominal GDP (US\$) _{t-1}
	National Income	25%	GDP per capita (PPP, \$US) _{t-1}
Adjustment Factors	1 - 6 scores	Diversification Credit Boom	

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.3)

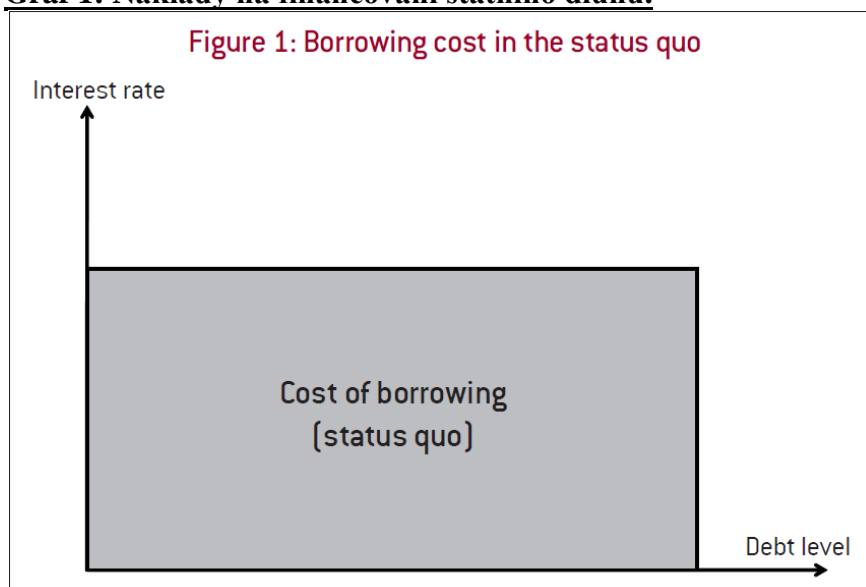
4.3.1.1 Růstová dynamika (*Grow the dynamics*)⁵⁸

Negativní výhledy středně a dlouhodobého růstu podkopávají schopnost státu obhospodařovat svůj dluh, činí ho tedy neudržitelný. Naproti tomu, státy se stabilním a silným hospodářským růstem byly schopny udržet relativně velký dluh a postupně zvrátit nepříznivý poměr míry zadlužení k HDP, způsobený makroekonomickým šokem či bankovní krizí.

Tento princip je logicky dán samotným charakterem státního dluhu. Graf č. 1 ukazuje celkové náklady jeho servisu, jednoduše odvoditelné z velikosti zadlužení a úrokové míry pro emitované dluhopisy. Je však nutné si uvědomit, že státní dluh není statický: jednotlivé dluhopisy je potřeba splácet v dojednaném harmonogramu a neustále emitovat nové. Samotná existence dluhu tudíž dále prohlubuje deficit a v případě ekonomické stagnace či recese dále zvyšuje poměr zadlužení k HDP, i pokud jsou samotné veřejné finance vyrovnané. Z dlouhodobého hlediska je tak takovýto dluh daleko problematičtější nežli u státu, který vykazuje stabilní míru ekonomického růstu – v případě vyrovnaných financí se tak v absolutních číslech dluh dle stejného principu stále zvětšuje, míra zadlužení v poměru k HDP však klesá.

⁵⁸ Viz.: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.10)

Graf 1: Náklady na financování státního dluhu.



Zdroj: Jakob von (2010), *The Blue Bond Proposal*. [online]. Dostupné na: <http://www.bruegel.org/download/parent/403-the-blue-bond-proposal/file/885-the-blue-bond-proposal-english/> [cit. 30. 10. 2013], (s. 2)

Samotná metodologie agentury Moody's v případě ohodnocování růstové dynamiky zohledňuje několik jednotlivých indikátorů v rámci časové osy přesně stanoveným způsobem. Jedná se o:

- Nedávný výkon a střednědobá predikce ekonomického růstu.
- Stabilita této výkonnosti (měřená pomocí rozptylu).
- Míra konkurenceschopnosti a inovací, měřená pomocí indexu globální konkurenceschopnosti Světového ekonomického fóra (World Economic Forum Global Competitiveness Index).

4.3.1.1.2 Velikost ekonomiky (Scale of the economy)⁵⁹

Malá a bohatá ekonomika je relativně silně zranitelná hospodářskými šoky a její výkonnost je značně odvislá od globálního vývoje. Naproti tomu velký a diversifikovaný stát

⁵⁹Ibid.

může být schopen generovat stabilní množství příjmů na udržení veřejného dluhu hospodářskému cyklu navzdory. Klíčovým ukazatelem je v tomto případě nominální HDP.

4.3.1.1.3 Národní důchod (*National income*)⁶⁰

Celkový národní důchod vydělený počtem obyvatel udává míru bohatství občanů. Platí zde přitom nepřímá úměra, že vyšší výsledné číslo je spojováno s nižší mírou rizika defaultu. Národní důchod je měřen pomocí HDP na hlavu v paritě kupní síly obyvatelstva.

4.3.1.1.4 Opravné faktory (*Adjustment factors*)⁶¹

Opravné faktory slouží k upravení hodnocení, získaného dosazením výše uvedených indikátorů do pomocných tabulek. Jedná se o:

1. Credit boom adjustment
2. Diversification adjustment

Credit boomem se rozumí značný nárůst půjček domácnostem a soukromému sektoru finančními institucemi, obvykle následovaný po liberalizaci bankovníctví či zásadních inovacích. Z ekonomického hlediska může credit boom vést ke vzniku bublin a nerovnováh.⁶²

V případě metodologie agentury Moody's je tento opravný faktor zohledněn z důvodu rizika pozitivního vlivu credit boomu na výše vyjmenované ukazatele. Tedy, jeho cílem je posoudit, do jaké míry jsou pozitivní výsledky dány „zdravím“ ekonomiky či credit boomem, hrozícím vznikem nebezpečné bubliny. Excesivní credit boom je signalizován uplynulými dvěma po sobě jdoucími roky, během kterých je „nárůst kreditu“ („credit growth“) dvakrát větší

⁶⁰ Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings, (s.4)

⁶¹Ibid.

⁶²Viz video *Credit Boom – What is the definator?* youtube.com. [online].

Dostupné na: <<http://www.youtube.com/watch?v=sTAfNewoEI8>>[cit. 12. 1. 2014]

než míra nominálního růstu HDP. V takovém případě je velice pravděpodobné, že ekonomická expanze je tlačena právě nárůstem kreditu a tudíž postrádá „reálný“ základ. Konkrétním příkladem z historie budiž Irsko, kde mezi lety 2003 a 2007 překročoval růst kreditu 1,8x míru růstu HDP předtím, než země v roce 2008 upadla do recese.

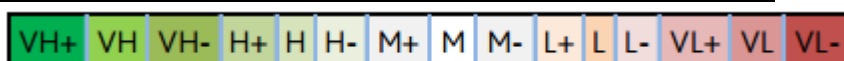
Z výše popsaného je zřejmé, že credit boom může fungovat pouze jako negativní opravný faktor, tedy, že slouží k posunutí získaného hodnocení ekonomické síly směrem dolů. U většiny zkoumaných států je riziko credit boomu hodnoceno jako VL či L (Very Low a Low – velmi malé a malé) a nemá tudíž reálný dopad na celkové hodnocení tohoto faktoru. Pokud je však riziko stanoveno jako medium či větší, může vést k posunutí o 1 až 6 stupňů na patnáctistupňové škále.

Význam diversifikace pro schopnost ekonomiky absorbovat hospodářský šok byl v této práci vysvětlen již několikrát, nyní tedy příčiny jejího významu nebudou popsány. Celkový dopad tohoto opravného faktoru může být jak pozitivní, tak negativní, s možností posunout získané hodnocení o jeden stupeň. Potenciál pro vylepšení je určen na základě poměru hrubého příjmu jednotlivých sektorů na celkovém HDP země. Snížení hodnocení je pak možné v případě nadměrné závislosti ekonomiky na jednom konkrétním odvětví.

4.3.1.1.5 Postup při určení výsledného hodnocení faktoru ekonomické síly (Economic Strenght)

Tato kapitola má za cíl shrnout výše naznačené a popsat konkrétní metodiku vypracování hodnocení faktoru ekonomické síly. Obrázek 8 ukazuje tabulku, do které jsou zasazeny jednotlivé ukazatele a které následně určí jejich dílčí hodnocení na patnáctibodové škále. Z toho se pak váženým průměrem určí jednotný stupeň, který je pomocí opravných faktorů dále upraven do konečného jednotného hodnocení pro faktor ekonomické síly, majícího podobu jednoho z patnácti stupňů již zmiňované škály.

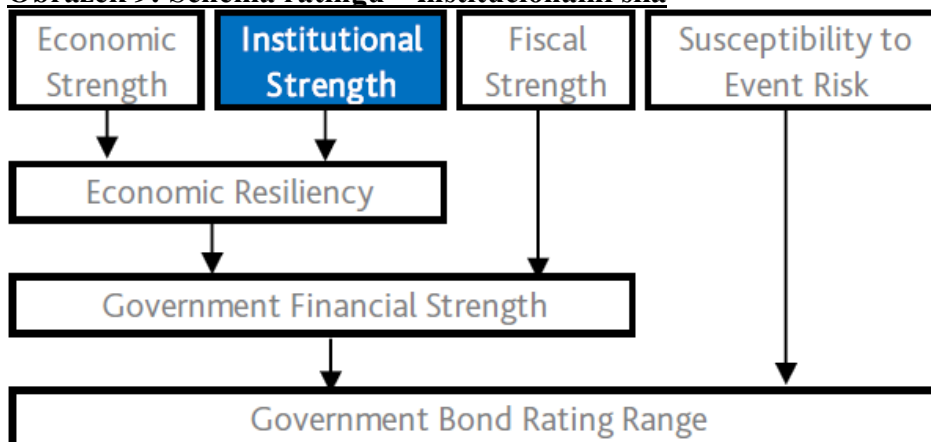
Obrázek 8: Škála pro hodnocení faktoru ekonomická síla



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings* 2013, (s. 4)

4.3.1.2 Faktor 2 – Institucionální síla⁶³

Obrázek 9: Schéma ratingu – institucionální síla



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s. 11)

Druhým faktorem, který agentura Moody's při stanovování sovereign ratingu zohledňuje je, zda je institucionální nastavení přínosné pro schopnost a ochotu státu dostát svým závazkům a splácet dluh. S tím spojeným prvkem je také možnost vlády prosazovat takovou ekonomickou politiku, vedoucí k udržitelnému růstu a prosperitě.

Problémy institucionálního charakteru stály dle agentury Moody's v 30% z 29 sovereign defaultů z uplynulých šestnácti let. Jedná se například o:

- Mongolský default z roku 1997 a kamerunský z roku 2004, oba zapříčiněné špatným managementem státního rozpočtu a politickou nestabilitou zemí.
- Venezuela 1998, důvodem se staly administrativní problémy při správě dluhu.
- Ekvádor 2008 je pak ukázkou prosté neochoty politických reprezentantů dostát závazkům státu.

⁶³Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.12)

Pro zhodnocení rizika institucionální charakteru využívá Moody's z velké části index Světové banky („Worldwide Governance Indicators“). Ten pak agentura kombinuje s vlastním ohodnocením efektivnosti státní politiky s důrazem na kredibilitu centrální banky a charakter jejích činností. I v tomto případě jsou pak využívány opravné faktory k upřesnění takto získaného hodnocení.

Agentura Moody's při posuzování institucionální stránky země nezohledňuje formu vlády dané země – nerozlišuje tedy mezi demokratickými či autoritářskými systémy a neuvažuje o míře politické svobody v zemi. Tento svůj postup obhajuje konstatováním, že mezi seznamem států, které v uplynulých letech vyhlásily default na svůj veřejný dluh, nachází jak demokratické, tak diktátorské režimy. Přesto je však faktem, že vyspělé demokracie dominují v nejvyšších hodnoceních díky vymahatelnosti práva, transparentnosti a stabilním institucím.

4.3.1.2.1 Institucionální rámec a efektivita (Institutional Framework and effectiveness)

Prvním sub-faktorem faktoru 2 – institucionální síla, je institucionální rámec a efektivita. Ten se pak dále dělí na tři části, při výsledném průměrování vážené postupně 50%, 25% a 25%.

Efektivnost vládnutí, neboli „Government Effectiveness“, je první z oněch třech částí, zpracovávaných (jak bylo zmíněno v předchozí podkapitole) Světovou bankou. Dle metodologie agentury Moody's přináší tento index kvalitní zhodnocení úrovně státní byrokracie a administrativy. Pokouší se také zachytit politické plánování a nezávislost jednotlivých orgánů státní moci (policie, soudy) na politické reprezentaci. Nejdůležitějším prvkem, zastoupeným v projednávaném hodnocení, je však kvalita správy státního rozpočtu, majícího na veřejné finance logicky velice podstatný vliv.

Druhým dílčím prvkem prvního sub-faktoru je „Rule of Law“, volně přeložitelná jako vymahatelnost práva. Světová banka v této části svého indexu zohledňuje vymahatelnost a dodržování uzavřených kontraktů, práva vlastníků nemovitostí a nezávislost jurisdikce.

„Control of Corruption“, neboli úroveň korupce v zemi ukazuje, do jaké míry jsou veřejné prostředky a autorita státní správy využívány k soukromým účelům, stejně jako míru participace byrokracie a elit na ekonomickém zisku.

4.3.1.2 Důvěryhodnost a efektivita státní správy (*Policy credibility and effectiveness*)

Druhý sub-faktor je rozdělen na dva rozdílné ukazatele: míra inflace („Inflation Performance“) a její různorodost („Inflation Volatility“).

Agentura Moody's je dle své metodologie přesvědčena, že udržitelný ekonomický růst a celková prosperita státu jsou dosažitelné nejlépe pomocí cenové stability. Míra inflace je také ukazatelem konkurenceschopnosti daného státu. Extrémní výkyvy ze střednědobého standardu bývají navíc předzvěstí ekonomické a hlavně politické nestability, jelikož se inflace dá považovat za určitou „daň“, nejvíce dopadající na nízkopříjmové skupiny obyvatelstva. Vysoká inflace dále způsobuje, že domácí měna ztrácí svou vlastnost uchovatele hodnoty, což v makroekonomickém měřítku vede k odlivu kapitálu ze země a nerovnováze platební bilance.

Deflační prostředí pak ukazuje na vlastnosti místní centrální banky. Jelikož má samotná deflace v drtivé většině negativní dopad na nominální i reálný HDP (jinými slovy vede přinejlepším k ekonomické stagnaci) a zvyšuje poměr zadluženosti k HDP, je i ona negativním aspektem při stanovování sovereign ratingu.

Stabilní inflační prostředí navíc dle agentury Moody's umožňuje centrální bance intervenovat ve finančním systému v případě krize. Toto tvrzení dokládá masivní expanze v rozvahách klíčových centrálních bank v reakci na finanční krizi.⁶⁴

Výše popsané tedy vypovídá o kredibilitě domácí centrální banky či jiné monetární autority, respektive její schopnost zajistit ekonomickou stabilitu. Projednávaná metodologie tak

⁶⁴Další informace viz článek s názvem *Counter-cyclical Central Banking Policies and Their Longer-Term Implications*. moodys.com. [online]. Dostupné na: <https://www.moody.com/loginredirect.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moody.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_142800%26lang%3den%26cy%3dglobal>[cit. 11. 2. 2014]

ve snaze o kvantifikaci zkoumá míru vývoje inflace, kterou aplikuje na pomocnou tabulku, zachycenou v příloze 3.

4.3.1.2.3 Různorodost inflace (Inflation Volatility)

Tento ukazatel doplňuje výše popsanou průměrnou míru inflace v rámci časové osy a zasazuje ji do kontextu ekonomické stability. Veliká různorodost naměřených hodnot totiž ukazuje na monetární nestabilitu a neschopnost centrální banky kontrolovat inflaci, ať již z jakýchkoliv důvodů. Žádný z nich ovšem nehovoří ve prospěch ekonomické stability země.

4.3.1.2.4 Opravné faktory

Pro faktor 2: institucionální síla, zohledňuje agentura Moody's jen jeden opravný faktor a to historii defaultů daného státu. V potaz je brána doba od posledního defaultu, velikost ztráty investorů a subjektivní zhodnocení analytiků rizika re-defaultu.

Dlouhodobé pozorování navíc ukazuje, že státy, které jednou vyhlásily default na svůj státní dluh, jsou náchylnější učinit tak znovu. Tento akt sice přinese značné uvolnění likvidity, negativně se však podepíše na solventnosti daného státu, jelikož není doprovázen adekvátní redukcí deficitu a míry zadlužení. Výsledkem je ratingové hodnocení Caa až Ca po určitou dobu pro takovýto stát.

Tento opravný faktor může ovlivnit hodnocení faktoru 2: institucionální síla o 1-6 stupňů negativním směrem.

4.3.1.2.5 Postup při určení výsledného hodnocení faktoru *Institucionální síly (Institutional Strenght)* a jeho následná kombinace s faktorem *Ekonomické síly (Economic Strenght)*

Výsledné hodnocení faktoru 2: institucionální síla, je počítáno obdobně jako v případě ekonomické síly. Naměřené nebo převzaté údaje se dosadí do pomocné tabulky (k nahlédnutí v příloze 3), která určí dílčí hodnocení pro každou složku daného sub-faktoru. Váženým průměrem se pak získá mezi hodnocení, dále upravované pomocí opravného faktoru, na výsledné skóre institucionální síly.

V dalším kroku se jak ekonomická, tak institucionální síla aplikuje na pomocnou tabulku⁶⁵ pro získání prvního mezistupně finálního ratingu státu, ekonomické odolnosti (Economic Resiliency). Ekonomická síla se dosadí na vodorovnou osu, institucionální na svislou a získaná spojnice určí požadovanou známku.

Tabulka 4: Mezikrok č. 1 k určení ekonomické odolnosti

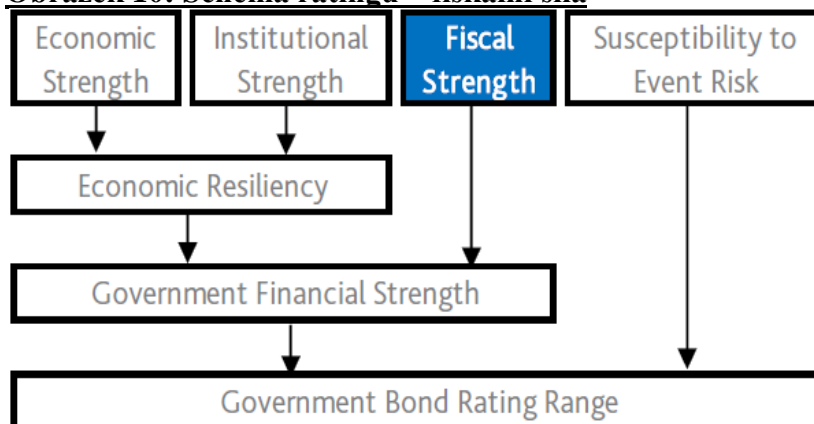
		Economic Strength															
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-	
Institutional Strength	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M	
	VH	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M-	
	VH-	VH+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	L+	
	H+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	L+	
	H	VH	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L	
	H-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L	
	M+	VH-	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L-	
	M	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L-	
	M-	H+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	VL+	
	L+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	VL+	
	L	H	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL	
	L-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL	
	VL+	H-	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL-	
	VL	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL-	
	VL-	M	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL	VL-	VL-	VL-	

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings*, (s.5)

⁶⁵Viz Tabulka č. 4

4.3.1.3 Faktor 3: fiskální síla (Fiscal Strenght)

Obrázek 10: Schéma ratingu – fiskální síla



Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings*, (s.12)

Třetím faktorem, zohledňovaným v metodologii agentury Moody's ze září 2013, je fiskální síla (Fiscal Strenght). Jak již samotný název napovídá, jedná se o velice důležitý aspekt při posuzování důvěryhodnosti a posuzuje celkové zdraví veřejných financí daného státu.

Výchozím bodem této části analýzy jsou zhodnocení relativní dluhové zátěže (v poměru k HDP státu a jeho celkovým příjmům), schopnosti s dluhem operovat udržitelným způsobem („debt affordability“ – úroky v poměru k HDP a příjmům) a struktura veřejného dluhu. Jak již totiž v této práci zaznělo, relativní ukazatele a charakteristiky daného státu jsou pro provádění zhodnocení nesmírně důležité. Různé země totiž mohou vykazovat rozdílnou schopnost dlouhodobě krýt deficitní hospodářství emisí státních dluhopisů - jinými slovy, stejná dluhová zátěže může mít na dvě různé ekonomiky zcela odlišný dopad. Zatímco jedna to na úrokové míře ani nepocítí, druhá se může dostat do dluhové spirály a vážných ekonomických potíží. Cílem této části ratingového hodnocení je identifikovat právě ty státy, které jsou dluhovou zátěží ohroženy.

Více než třetina sovereign defaultů z posledních šestnácti let totiž byla zapříčiněna právě vytrvalou nevyrovnaností veřejných financí, ústící v neudržitelnou dluhovou zátěž. Typickým ukazatelem těchto defaultů pak byl pozvolný nárůst dluhu či dlouhodobá závislost na externích věřitelích, kvůli kterým pak daný stát nebyl schopen odolat externímu hospodářskému šoku. Finálním spouštěcím mechanismem defaultu se tak nakonec stala neudržitelná absolutní výše dluhu či poměr zadluženosti k HDP, které daný stát již nebyl schopen financovat či redukovat. Konkrétními příklady může být:

- Pakistán 1998
- Moldávie 2002
- Dominica nebo Společenství Dominika 2003
- Grenada 2004
- Belize 2006
- Seychely 2008
- Jamajka 2010
- Řecko 2012
- Jamaica 2013⁶⁶

4.3.1.3.1 Dluhová zátěž (*Debt burden*)

Prvním sub-faktorem faktoru 3: fiskální síla je dluhová zátěž, dále se dělicí na dva indikátory: poměr vládního dluhu ku HDP („General Government Debt / GDP“) a poměr vládního dluhu ku příjmům státu („General Government Debt / Revenues“).

Agentura Moody's ve své metodologii přiznává, že samotný poměr dluhu není zdaleka určujícím ukazatelem míry rizika defaultu státního dluhu konkrétní země. Považuje ho však za logický začátek podrobné analýzy dluhové zátěže konkrétního státu. V případě federativního uspořádání státu s fiskálními pravomocemi delegovanými na nižší správní subjekty se bere v potaz jak relativní zadluženost celku, tak jednotlivých jeho součástí.

Druhým indikátorem je poměr dluhu k příjmům státu, určující schopnost státu průběžně splácet již vydané dluhopisy a emitovat nové bez rizika, že samotné obhospodařování dluhu způsobí jeho excesivní nárůst do neudržitelných výšek. Vysoký poměr znamená varovný signál pro stát, značící potřebu zpřísnit fiskální disciplínu a redukovat deficit veřejných financí.

⁶⁶ Další informace viz *The Causes of Sovereign Defaults: Ability to Manage Crises Not Merely Determined by Debt Levels*. [online]. Dostupné na: https://www.moody.com/loginredirect.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moody.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_127952%26lang%3den%26cy%3dglobal [cit. 2.2.2014]

4.3.1.3.2 Debt Affordability⁶⁷

Druhý sub-faktor se také skládá ze dvou indikátorů a to výše splácených úroků z emitovaných dluhopisů ku příjmům („General Government Interest Payments / Revenue“) a výše splácených úroků z emitovaných dluhopisů k HDP („General Government Interest Payments / GDP“).

Poměr k příjmům určuje míru, do jaké je země schopna splácet úroky ze svých příjmů. Ukazuje také na ochotu věřitelů půjčovat státu peníze bez nebo s požadavkem rizikové přírážky, vysoký poměr přitom znamená, že velká část příjmů bude využita na splácení úroků. Důsledky takovéto konstrukce jsou jak fiskální, tak ekonomické: první jmenované se projeví v logickém nárůstu fiskálního deficitu, druhé pak budou znamenat nižší vládní výdaje a tudíž negativní dopad na hospodářství státu v podobě sníženého HDP.

Poměr k HDP v tomto případě funguje jako doplňující ukazatel, fungující na stejném principu, jako předchozí indikátor.

4.3.1.3.3 Opravné faktory (Adjustment Factors)

Opravné faktory jsou u třetího faktoru velice podstatným prvkem, což potvrzuje výše konstatovaná úvaha, že při analýze fiskální síly konkrétní země nejde zdaleka tak o statistické údaje a nominální ukazatele, nýbrž o sofistikované zhodnocení charakteru státních financí jako celku. Dohromady hovoříme o čtyřech: trend vývoje dluhu („Debt Trend“), vládní dluh v zahraničních měnách („Foreign Currency Government Debt“), ostatní veřejný dluh („Other Public Sector Debt“) a státní aktivity týkající se akcií a fondů ve vlastnictví vlády („Public-Sector Financial Assets or Sovereign Wealth Funds“).

Trend vývoje dluhu, zachycený procentuální změnou v poměru k HDP v průběhu času, poskytuje retrospektivní i prospektivní pohled na střednědobou trajektorii dluhové křivky.

⁶⁷ Z důvodu neexistence českého ekvivalentu ponechán původní anglický termín, volně přeložitelný jako „míra, do jaké si stát může dluh dovolit“

Klesající tendence vede k pozitivnímu vlivu opravného faktoru „Debt Trend“, rostoucí naopak k negativnímu.

Udržitelost dluhu je klíčovým faktorem, kterému agentura přikládá značný význam. V tomto bodě však metodologie nezabíhá do podrobností a uvádí pouze jednotlivé body, kterými se ve svých analýzách zabývají, což je: nominální růst HDP, fiskální trajektorie a vývoj úrokové sazby státních dluhopisů⁶⁸

Tato analýza agentury umožní empiricky zachytit ukazatele fiskální výkonnosti a porovnat je s očekávaným vývojem do budoucnosti. Turecko, Indonésie a Filipíny jsou příkladem států, u nichž příznivá historie vývoje dluhu a očekávaný trend zapůsobily pozitivně na ratingové hodnocení státu a stály za jeho ratingovým zlepšením v nedávné minulosti.

Prvkem, který dále zvyšuje riziko sovereign defaultu, je státní dluh, nominovaný v zahraniční měně. Výzkum z roku 2010 „Sovereign default study“⁶⁹, pojednávající o dvaceti z nich, ukázal, že poměr dluhopisů, nominovaných v zahraniční měně, tvořil 75,9 % v průběhu posledního roku před samotným defaultem. V tomto se odráží i jedna z prvotních podmínek zdravé ekonomiky – fungující kapitálový trh. Bez něj se totiž státy musí spoléhat na zahraniční kreditory, což dále prohlubuje nerovnováhy a problémy. Jakýkoliv externí šok pak může také nepříznivě ovlivnit měnový kurz, respektive vést k měnové krizi a depreciaci, což v případě nepříznivého poměru dluhu v zahraniční měně k dluhu v domácí měně může značně prodrazdit jeho správu a tudíž podkopat jeho udržitelost.

Přestože tento opravný faktor může zapříčinit snížení až o šest bodů, v případě státního dluhu do 25 % se hranice snižuje na tři. Tímto agentura zachycuje snížené riziko měnových šoků při takovéto úrovni zadlužení.

Opravným faktorem je také zadluženost státních podniků, které mohou v případě ekonomických podniků odčerpávat likviditu a stát se tak negativním faktorem v případě ekonomické krize.

⁶⁸ Viz poznámka v návrzích a doporučeních

⁶⁹ *Moody's Releases 2010 Sovereign Default Study*. Moodys.com [online]. Dostupné na: <https://www.moodys.com/research/Moodys-Releases-2010-Sovereign-Default-Study--PR_198526> [cit. 8.2.2014]

4.3.1.3.4 Postup při určení výsledného hodnocení faktoru fiskální síly (Institutional Strenght) a jeho následná kombinace s faktorem hospodářské odolnosti (Economic Resiliency)

Samotné hodnocení faktoru fiskální síly probíhá na základě naměřených sub-faktorů analogicky jako v předchozích případech a to na základě váženého průměru s následnou úpravou pomocí případných opravných faktorů.

Zajímavější je však následná kombinace tohoto faktor us prvním mezikrokem, ukazatelem hospodářské odolnosti. I zde je využit vážený průměr, jednotlivé váhy se však mění v závislosti na hodnocení hospodářské odolnosti. Čím víc se tato hodnota blíží k extrému (ať již kladnému, či zápornému), tím víc roste jeho relativní důležitost na úkor váhy fiskální síly s větším důrazem v negativním případě. Naopak, hodnocení „M+“ až „M-“ dává větší prostor pro zohlednění fiskální síly.⁷⁰

Hlubší zdůvodnění tohoto postupu agentura nenabízí. Konstatuje pouze analogicky odvoditelný princip, že důvěryhodnost hospodářsky odolných států je méně náchylná na změny ve fiskální síle státu, zatímco nedostatečnou odolnost nedokáže nahradit ani ukázková fiskální disciplína.⁷¹

⁷⁰ Viz obrázek 15

⁷¹Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings 2013*, (s.6)

Obrázek 5: Mezikrok č. 2: kombinace hospodářského odolnost a fiskální síla

		Fiscal Strength									Weight (ER/FS)							
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-		
Economic Resiliency	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	80/20	
	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H		
	VH-	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-		
	H+	VH-	VH-	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	70/30	
	H	VH-	H+	H+	H	H	H	H-	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M	M		
	H-	H+	H	H	H	H-	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M+	M	M	M-		
	M+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	M-	L+	L	60/40
	M	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	M	M	M-	M-	L+	L+	L+	L		
	M-	H	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L+	L	L	L-		
	L+	M+	M	M	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L-	75/25	
L	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-			
L-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-	L-	L-	VL+			
VL+	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	90/10		
VL	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL	VL	VL	VL	VL	VL			
VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-			

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings*, (s.6)

4.3.1.4 Faktor 4: Náchylnost k externím šokům (Susceptibility to Event Risk)

Posledním zohledňovaným faktorem je odolnost proti nenadálým událostem ("Susceptibility to Event Risk") Zatímco první tři faktory se zabývaly ekonomickou, institucionální a fiskální odolností země ve středně či dlouhodobém měřítku, poslední faktor zhodnocuje okamžitou odolnost proti neočekávaným a zásadním vnějším šokům.

Na základě analýzy defaultů z posledních let podtrhuje agentura význam tohoto faktoru pro celkové hodnocení důvěryhodnosti státu. Šest z nich bylo přímo zapříčiněno systémovou bankovní krizí, respektive dramatickým nárůstem veřejného dluhu v důsledku nutnosti restrukturalizace bankovních institucí v návaznosti na tuto krizi. Příkladem může být:

- Ekvádor 1999
- Uruguay 2003
- Nicaragua 2003
- Dominikánská republika 2005
- Kypr 2013

Tento vztah však platí i obráceně, sovereign default stál na počátku vypuknutí bankovní krize dokonce v osmi případech.⁷² Následný odliv kapitálu pak může být spouštěcím mechanismem měnové krize, která po prodražení financování státního dluhu v cizí měně může opětovně vést až k fiskálním problémům. Dva z největších sovereign defaultů s nejdramatičtějším dopady v historii jsou pak ukázkovým příkladem "trojitě" krize, kdy spouštěcím faktorem byly jak neudržitelný dluh, tak měnová a bankovní krize.

Faktor 4 se skládá ze čtyř sub-faktorů, kterými jsou politické riziko, riziko vládní likvidity, riziko bankovního sektoru a vnější zranitelnost ("Political Risk, Government Liquidity Risk, Banking Sector Risk and External Vulnerability Risk")

4.3.1.4.1 Politické riziko (Political risk)

Zhodnocení tohoto sub-faktoru se zaměřuje na dvě dimenze: riziko, vyplývající z vnitropolitické situace a potenciální nestability a geopolitické riziko.

Domácí scéna je posuzována na základě dalšího indexu Světové banky a to World Bank's Voice and Accountability index, a HDP na obyvatele (jako varovného signálu potenciálních nepokojů, vyplývajících z neutěšené životní úrovně obyvatel.

Geopolitické rizika závisí na subjektivním zhodnocení analytiků agentury Moody's a zdaleka se netýká všech zkoumaných zemí. Jedná se totiž o velice specifický ukazatel, jenž nezbytně nemusí ovlivňovat všechny země, kterými se agentura zabývá. Tento princip je dobře demonstratelný na příkladu Jižní Koreji, která bude vzrůstajícím napětím na poloostrově více zasažena než vzdálená Jamajka.

⁷² Další informace viz *Special Comment: The Causes of Sovereign Defaults: Ability to Manage Crises Not Merely Determined by Debt Levels*. [online]. Dostupné na:

<https://www.moody.com/login.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moody.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_127952%26lang%3den%26cy%3dglobal> [cit. 11.2.2014]

a

Special Comment: Sovereign Defaults Series: Sovereign Debt Restructurings Provide Liquidity Relief But Of ten Do Not Reduce Debt Levels. [online]. Dostupné na:

<https://www.moody.com/login.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moody.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_146909%26lang%3den%26cy%3dglobal> [cit. 11.2.2014]

4.3.1.4.2 Riziko vládní likvidity (*Government Liquidity Risk*)

Předposledním sub-faktorem, zohledňovaným při sestavování čtvrtého faktoru, je riziko vládní likvidity. Zařazení této oblasti do mezi zkoumané položky vyplývá z prostého a logického konstatování, že státy, mající stabilní přísun peněz, mají větší předpoklady k udržitelné správě veřejného dluhu než ty s málo rozvinutým systémem financování svých aktivit.

Přestože je obecně předpokládáno, že v případě rovnováhy a udržitelnosti veřejných financí jsou solventnost a likvidita zaručeny, jsou některé státy více náchylné k tomuto riziku než jiné a právě takové má za cíl tato část analýzy odhalit. Vychází přitom ze dvou ukazatelů: základní finanční měřítka („Fundamental Metrics“) a riziko šoků z financování rozpočtu skrz finanční trhy („Market Funding Stress“).

První jmenovaný zkoumá poměr hrubého výpočtu potřeby půjčovat si ("Gross Borrowing Requirements") k HDP, čímž určuje míru zátěže na ekonomiku, vyplývající z financování veřejného dluhu. Platí přitom pravidlo, že čím větší je tento poměr, tím větší je náchylnost veřejných financí proti nenadálým situacím.

4.3.1.4.3 Riziko bankovního sektoru a ostatní potenciální hrozby (*Banking sector risk and other contingent liabilities*)

Za potenciální hrozby (Contingent liabilities - CL) jsou v tomto případě považovány takové, které nejsou přímo spojeny s příjmy či výdaji státu, v případě specifických událostí je ale mohou ovlivnit a poškodit tím danou ekonomiku. Analýza se v tomto bodě zabývá jejich identifikováním a ohodnocením míry reálného rizika faktického výskytu a ovlivnění.

Nejběžnější formou CL bývají explicitní státní záruky za třetí strany. V potaz jsou brány nicméně i takové, u kterých stát není přímo zavázán povinností plnění v případě určitých podmínek, nicméně s velkou pravděpodobností tak z nejrůznějších důvodů učiní. Jedná se například o bankovní sektor, jehož problémy by vážně ohrozily stabilitu dané ekonomiky, či státem vlastněné nebo spoluvlastněné firmy.

U prvního jmenovaného, tedy bankovního sektoru, se standardně jedná o dva druhy případného zapojení se státní - převzetí závazků za ohroženou banku či přímá kapitálová injekce. Agentura Moody's se ve své metodologii zabývá druhým zmíněným, jelikož se dá spíše očekávat, že vláda zvolí cestu rekapitalizace bank než podstoupit riziko, že nároky budou skutečně vzneseny - taková situace by vedle značných ekonomických škod pro stát přinesla také nepříjemné následky pro celý bankovní sektor v podobě pošramocené reputace.

Za tímto účelem si agentura vypomáhá pravidelnými analýzami od Moody's Financial Institutions Group, která kalkuluje případnou velikost kapitálové pomoci pro hodnocené banky. Pro potřeby sovereign ratingu je pak brána agregátní částka pro bankovní sektor té země s ohledem na množství ohrožených institucí.

Samotná kondice bankovního sektoru, respektive rizika, které z něj pro sovereign rating vyplývá, je zkoumána na základě třech bodů: Síla bankovního systému („Strength of the Banking System“), velikost bankovního systému („Size of the Banking System“) rizika financování veřejných financí („Funding Vulnerabilities“)

Síla bankovního systému je měřena ratingem všech domácích bankovních institucí („Bank Baseline Credit Assessment“ - BCA), který je odvozen z průměrné hodnoty credit ratingu domácích bank. BCA nemá ambici zohledňovat pravděpodobnost, s jakou banka obdrží pomoc, ani případné dopady takového aktu - cílem tohoto kroku je zhodnotit celkové zdraví projednávaného odvětví ještě před případnými obtížemi.

Velikost bankovního sektoru je měřena pomocí poměru celkových aktiv domácích bank („Total Domestic Bank Assets“) k HDP. Platí přitom, že čím větší je bankovní sektor, tím větší je potenciální riziko pro sovereign rating.

Posledním bodem je více ohrožen bankovní systém s nízkými vklady a velkou závislostí na „wholesale banking“ než jiné státy s lepší kondicí v tomto směru. Klíčovým ukazatelem je pro agenturu tak poměr celkových úvěrů k celkovým vkladům.

4.3.1.4.4 Vnější zranitelnost (*External Vulnerability Risk*)

V některých případech nemusí státu postačovat generování zdrojů v domácí měně, potřebují ale učinit další krok, aby mohly splácet dluhopisy, denominované v zahraniční měně - generovat dostatečné množství této měny. V takovém případě může být i solidní schopnost obstarat likvidní prostředky nedostatečná pro celkovou solventnost dané země - jednoduše nebude schopna obstarat potřebnou částku v zahraniční měně. Nejužitečnějšími indikátory jsou v tomto případě deficit běžného účtu a přímé zahraniční investice, indikátor vnější zranitelnosti („External Vulnerability Indicator“), a rozdíl mezi hodnotou cizích aktiv a závazků v poměru k HDP, vyjádřený pomocí „Net International Investment Position“.

BÚ a PZI jsou zohledňovány společně, jelikož dlouhodobý deficit BÚ může vést k nárůstu vnějšího zadlužení státu a poklesu konkurenceschopnosti v takovém případě, že není financován právě přítokem PZI.

Indikátor externí zranitelnosti měří relativní kapacitu státu okamžitě využít mezinárodní rezervy na zaplacení svých dluhů.

Poslední indikátor měří rozdíl mezi tržní hodnotou mezinárodních aktiv státu a jeho závazků, respektive poměr zmíněného k HDP.

4.3.1.5 Získání výsledného ratingu

Samotné ohodnocení faktoru 4 probíhá již představeným způsobem na základě dosazení proměnných do tabulky (viz příloha 40). Výsledný rating je dán kombinací faktoru 4 a druhého mezikroku, jak jej ukazuje tabulka 5.

Tabulka 6: Hodnocení rozsahu: Kombinace vládní finanční síly a riziko událostí

		Government Financial Strength														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
		Aaa - Aa2	Aa1 - Aa3	Aa2 - A1	Aa3 - A2	A1 - A3	A2 - Baa1	A3 - Baa2	Baa1 - Baa3	Baa2 - Ba1	Baa3 - Ba2	Ba1 - Ba3	Ba2 - B1	Ba3 - B2	B1 - B3	B2 - Caa
Factor 4: Susceptibility to Event Risk	VL-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
	VL	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
	VL+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
	L-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
	L	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
	L+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2
	M-	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2
	M	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
	M+	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
	H-	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
	H	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
	H+	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
	VH-	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
VH	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	
VH+	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	

Note: outcomes displayed are the midpoint of the three-notch range, e.g. a Aa1 in the grid above would indicate a scorecard-indicated rating range of Aaa-Aa2

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings, (s.6)

4.4 Rozdíly v metodologii 2008 + 2013

Následující kapitola představí hlavní rozdíly mezi metodologií 2008 a 2013, na jejichž základě bude vystavěn finální model pro samotný výzkum této diplomové práce. V jednotlivých podkapitolách budou posuzovány veškeré aspekty, které by mohly být pro projednávané téma relevantní a to jak jednotlivé hodnotící faktory a kritéria, tak ale forma zpracování a míra transparentnosti obou metodologií. Práce záměrně vynechává takové rozdíly, jejichž příčiny není možné empiricky ověřit na ekonomické realitě, například rozšíření hodnocení jednotlivých indikátorů z pěti na patnáct stupňů či jiné kombinování jednotlivých faktorů.

4.4.1 Transparentnost a přehlednost

Prvním a nejočividnějším posunem mezi metodologií 2008 a 2013 je značný nárůst transparentnosti a otevřenosti, s jakou agentura udělování ratingů státům představuje. Řečí čísel: metodologie 2008 má rozsah 19 stránek formátu A4, metodologie 2013 má 36 stránek. I přestože se 10 z nich věnuje doplňujícím informacím, jako je historický vývoj sovereign ratingů či přehled sovereign defaultů posledních třiceti let, samotné vymezení faktorů je i tak o 10 stránek delší a rozsáhlejší.

Toto vyplývá i z rozsahu předcházejících výzkumů obou metodologií. Ty se věnovaly podrobně veřejně dostupným dokumentům a komplexně představily zveřejněný přístup k udělování sovereign ratingu. Jak je však na první pohled patrné, metodologie 2013 poskytla daleko více informací a tudíž umožnila podrobnější a přehlednější analýzu dotyčného dokumentu.

Vedle hlubšího představování jednotlivých faktorů a sub-faktorů se v první řadě jedná o přehlednost a komplexnost aktuálního materiálu. V metodologii 2013 přibyly konkrétní tabulky, pomocí kterých agentura oceňuje kvantitativní ukazatele zkoumaných ekonomik.

Není pochyb o tom, že celková praxe stanovení sovereign ratingu je značně sofistikovanou záležitostí, pracující s celou řadou neveřejných materiálů a interních guidelinů. Pro smysl této práce je však zjištěný posun velice důležitý. Dle logické úvahy je posun k větší otevřenosti a uchopitelnosti postupu stanovování sovereign ratingu důsledkem kritiky, se kterou se agentury musely po krizi z roku 2008 potýkat.

Prvním bodem výzkumu tak bude analýza reflexe metodologie ratingových agentur v odborných člancích a otevřených zdrojích. Ta bude prováděna způsobem rešerše otevřených zdrojů a odborných článků s dotyčnou tematikou.

4.4.2 Kredit boom

Oproti roku 2008 přidala ve své nejnovější metodologii agentura opravný faktor „kredit boom“, který dokáže v negativním směru ovlivnit hodnocení faktoru 1 až o 6 stupňů. Ideou bylo odhalit státy, u nichž byl růst HDP, široce uznávaný ukazatel ekonomické prosperity, zapříčiněn právě excesivním nárůstem zkoumaného ukazatele.

Je všeobecně známo, že největší problémy s bankovním sektorem mělo Irsko a Kypr⁷³. Tato práce se tak zaměří na analýzu nárůstu „kreditu“ v těchto dvou zemích v kontextu vývoje jejich ratingu a potíží, do kterých se oba státy v posledních letech dostaly.

4.4.3 Trend vývoje dluhu

V tomto bodě se práce zaměří na porovnání problematických států eurozóny, respektive vývoj jejich zadluženosti v porovnání s vývojem ratingu a vyspělých států se stabilní známkou Aaa. Na jedné straně se jedná o Itálii, Španělsko, Řecko, Irsko, Portugalsko a Kypr, na straně druhé USA, Velkou Británii a Švýcarsko.

4.5 Srovnání vývoje zadluženosti USA a Řecka v kontextu vývoje ratingu

Závěrečná část této práce se zaměří na komparaci dvou států z opačných konců důvěryhodnosti – USA a Řecka. Přestože oba dva zaznamenaly po krizi v roce 2007 značný nárůst zadluženosti a deficitu, bylo to pouze Řecko, u něž byl tento posun doprovázen také strmým poklesem ratingu. Metodologie 2013 několikrát zdůraznila, že při zohledňování zadluženosti se nejedná o samotnou výši dluhu, ani v absolutních číslech, ani v relativním poměru k HDP, nýbrž o jeho udržitelnost. Prostou dedukcí je zřejmé, že agentura Moody's, potažmo finanční trhy, vyhodnotily řecký dluh jako neudržitelný a tudíž potenciálně značně rizikový pro důvěryhodnost této země. Tato práce ve své závěrečné části vysvětlí na základě zjištěných poznatků o hodnocení udržitelnosti zadlužení, z jakých důvodů tomu tak je.

⁷³*The Cyprus Financial Crisis*. economics.about.com. [online]. Dostupné na: <<http://economics.about.com/od/financial-markets/a/The-Cyprus-Financial-Crisis.htm>>[cit. 2.2.2014] a *The Irish Crisis*. Worldfinancialreview.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.worldfinancialreview.com/?p=874>>[cit. 2.2.2014]

5 Praktická část

5.1 Transparentnost

Po různých obviněních v roce 2008, že ratingové agentury podcenily rizika amerických sub-prime hypoték a komplexních strukturovaných úvěrových produktů, navrhla Evropská komise nová pravidla pro ratingové agentury. Ty musely začít zveřejňovat výroční zprávu o transparentnosti, aby informovaly o svých modelech a metodice udělování ratingů. Evropská komise zasáhla i do poradenské činnosti, provozované ratingovými agenturami a to tak, že ji zcela zakázala z důvodu střetu zájmu.⁷⁴

O tom, že ani po zavedení nových pravidel Evropskou komisí nedošlo k výraznému zlepšení v transparentnosti ratingových agentur, svědčí vyjádření ESMA - Evropského úřadu pro cenné papíry – v roce 2012. Úřad v tomto roce projevil obavy z toho, jak agentury Moody's, Fitch a Standard and Poor dorážejí na svá rozhodnutí týkající se jimi uděleného ratingu. ESMA uvedl, že hodnocení výroků, jakož i klíčová jednání a to včetně výsledků hlasování v rámci ratingových výborů pro konečné rozhodnutí, se jeví jako nedostatečně zaznamenaná. Úřad zastává názor, že by ratingové agentury měly ještě více zlepšit zaznamenávání základních vnitřních procesů a to zejména u činnosti ratingových výborů. Dále by měly zavést přísnější přístup k organizaci a záznamům o ratingových výborech a dalších klíčových interních zasedáních. To vše by následně vedlo ke zlepšení kontrolních mechanismů pro sledování kvality a konzistence vnitřních rozhodnutí, zejména pokud jde o ratingovou činnost.

Evropskému úřadu pro cenné papíry se dále nelíbí, že se setkání výboru účastní pracovníci, kteří se nepodíleli na hodnocení konkrétního hodnoceného subjektu. Kritizuje především to, že tito lidé v omezeném čase analyzují dokumenty, které jsou pro jejich jednání relevantní. Dalším klíčovým bodem z pohledu úřadu je informovanost subjektů o jejich hodnocení. Uživatelé ratingových agentur by měli být lépe informováni o tom, jak a proč je dosaženo konečného

⁷⁴ *Rating agencies set for tougher transparency rules.* [online]. roč. 2008. Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/217354892>>[cit. 2.2.2014] nebo *Rep. McHenry Introduces Credit Rating Agency Transparency and Disclosure Act.* [online]. roč. 2008. Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/471555111>>[cit. 2.2.2014].

rozhodnutí. Z tohoto důvodu úřad navrhl, že všechna kritéria budou uvedena v jednom komplexním dokumentu, který bude uvádět hlavní metodiku dané agentury.⁷⁵

Ten samý rok Evropská komise uvedla, že agentury Standard & Poor, Moody's a Fitch, by měly dodržovat přísnější pravidla. Především by měly být více transparentní ve směru udělených hodnocení, měly by pak také zodpovídat za svá rozhodnutí, což by bylo pro ratingové agentury velmi významným krokem. Michel Barnier, komisař odpovědný za vnitřní trh a služby, prohlásil: "hodnocení mají přímý dopad na trhy a širší ekonomiku a tím i prosperitu evropských občanů....". "..... ratingové agentury by měly dodržovat přísnější pravidla, měly by být více transparentní k jejich hodnocení a budou zodpovídat za své chyby. Chci také vidět větší konkurenci v tomto odvětví."⁷⁶

Nejnovější analýza ESMA potvrzuje nedostatečnou transparentnost a hrozící střet zájmů u všech tří hlavních ratingových agentur, Moody's nevyjímaje.⁷⁷ Sběr dat pro tento výzkum byl však prováděn od února do října 2013 a nová metodologie Moody's tak výsledky již nemohla ovlivnit. Dá se pouze spekulovat, jaký vliv by měl nový způsob udílení ratingu na výslednou podobu zmiňované studie. Kritizované body totiž nejsou postižitelné samotnou metodologií udílení Sovereign ratingu, na kterou se tato diplomová práce zaměřuje. Je však možné konstatovat, že celkový tlak odborné veřejnosti a dohledových institucí přiměl agentury k revizi svých zaběhnutých postupů a posunuje ji směrem k větší transparentnosti.

⁷⁵BRENNAN, Henry. *Rating agencies slammed over transparency*. [online]. roč. 2012. Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/945896314>>[cit. 2.2.2014] nebo ROOKE, Masters. *Rating agencies must improve transparency*. [online]. roč. 2012. Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/935455459>>[cit. 2.2.2014]

⁷⁶DUNKLEY, Jamie. *Rating agencies 'must be independent'*. telegraph.co.uk. [online]. roč. 2012. Dostupné na: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9074991/Rating-agencies-must-be->>[cit. 2.2.2014]

⁷⁷Bližší dokument dostupný zde: ESMA/2013/1790. *PRESS RELEASE*. esma.europa.eu. [online]. roč. Dostupné na: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1790_esma_identifies_deficiencies_in_cras_sovereign_ratings_processes_0.pdf>[cit. 2.2.2014]

5.2 Kredit boom

Je všeobecně známá informace, že za problémy Irska po vypuknutí krize v roce 2008 stál bankovní sektor, čímž byla země donucena požádat Evropskou unii a Mezinárodní měnový fond o začlenění do záchranného programu na podzim 2010.⁷⁸ Tato kapitola zasadí do kontextu makroekonomickou nerovnováhu a vzniknuvší bubliny na trhu s nemovitostmi v Irsku s excesivním kredit boomem, který v zemi na počátku 21. probíhal, a se změnou metodologie ratingové agentury Moody's, jíž se tato diplomová práce zabývá.

Jak ukazuje přehled vývoje ratingového ohodnocení Irska v příloze 5, země se od roku 1998 až do roku 2009 těšila nejvyššímu ohodnocení Aaa. Dluhopisy, vydané v tomto období vládou, by tak měly být dle definice agentury „*obligacemi(...) nejvyšší kvality s minimálním kredit rizikem*“.⁷⁹ A skutečně, makroekonomické údaje, které agentura dle svých předchozích metodologií sledovala, ukazovaly na vzorný průběh s minimálními důvody k obavám: ekonomika zažívala období nevídaného rozkvětu se stabilním meziročním nárůstem, oscilujícím okolo 10% v letech 1996 – 2000 a okolo 5% mezi lety 2001-2007. V oblasti zadlužení se dokonce dařilo dramaticky snižovat jeho míru v celkovém poměru k HDP, kdy z 94% v roce 1994 klesl na 24,8% v roce 2007. Přesto však Irsko bylo jednou z nejvíce postižených zemí poté, co vypukla krize eurozóny. Pro pochopení tohoto jevu je potřeba vysvětlit situaci na irském trhu s nemovitostmi a stavebním průmyslu.

⁷⁸EU se dohodla na záchranném balíčku pro Irsko. euractiv.cz. [online]. Dostupné na: <<http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/eu-se-dohodla-na-zachrannem-balicku-pro-irsko-008161>>[cit. 4.2.2014]

⁷⁹Moody's Rating Symbols & Definitionos. [online]. Dostupné na: <<https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>>[cit. 4.2.2014]

Graf 2: Vývoj irského veřejného dluhu



Zdroj: Ireland government debt to GDP. [online] Dostupné na:
<<http://www.tradingeconomics.com/ireland/government-debt-to-gdp>> [cit. 14.2.2014]

Graf 3: Vývoj irského HDP



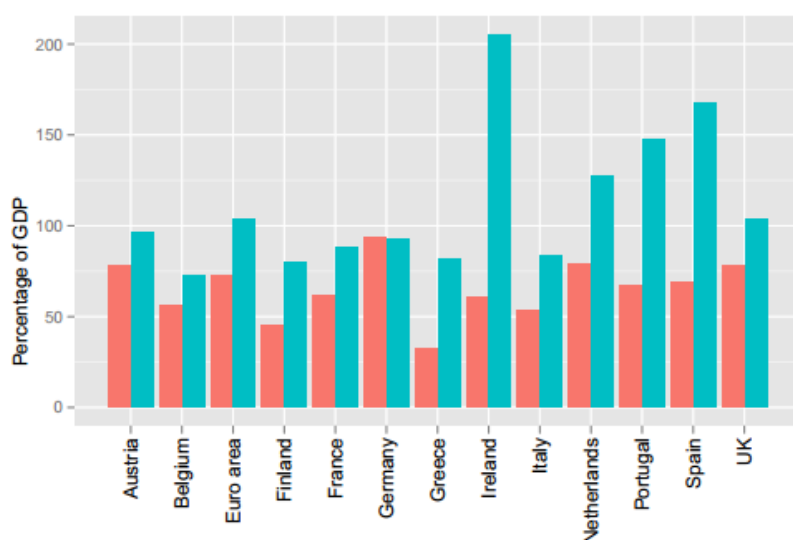
Zdroj: Ireland GDP. [online] Dostupná na:
<<http://www.tradingeconomics.com/ireland/gdp>> [cit. 14.2.2014]

Jak je patrné z grafu 3, irský ekonomický boom nastal na přelomu tisíciletí. Hlavním motorem irské ekonomiky bylo stavitelství: z 4-6 % podílu výstavby nových domů na národním důchodu v roce 1990 (standardní úroveň vyspělé a stabilní ekonomiky) narostlo toto číslo v průběhu následujících 15 let na 15 % v letech 2006-2007 s dalšími šesti procenty ostatního stavebního sektoru. Vedlejším, projednávané téma nepřímo ovlivňujícím důsledkem této

expanze byl značný nárůst mezd u ostatních odvětví a zvyšující se výběr daní, který umožňoval nafouknutí vládních výdajů.⁸⁰

Daleko závažnějším následkem tohoto boomu však byl právě projednávaný nárůst bankovních půjček. Graf 4 toto tvrzení přehledně dokládá: zatímco v roce 1997 byl podíl půjček domácnostem a soukromému, nefinančnímu sektoru, 60% HDP, v roce 2008 již dosahoval téměř 200%. Zajímavé je taky následující srovnání: půjčky developerským společnostem v roce 2008 přesahovaly o 40 % a hypotéky o 75 % objem všech půjček celého Irska z roku 2000.⁸¹

Graf 4: Půjčky domácnostem a soukromému, nefinančnímu sektoru – srovnání let 1997 a 2008



Zdroj: KELL, Morgan. *The Irish Credit Bubble*. ucd.ie. [online]. rok 2009. Dostupné na: <<http://www.ucd.ie/t4cms/wp09.32.pdf>>, str. 2 [cit. 14.2.2014]

Zmiňovaný excesivní nárůst půjček a hypoték vedl k logickému důsledku – růstu cen nemovitostí, který opětovně akceleroval tempo růstu hypoték.⁸² Zatímco v roce 1995 si průměrný žadatel o hypotéku bral úvěr v hodnotě tříleté průměrné mzdy a průměrná cena

⁸⁰KELLY, Morgan. *The Irish Property Bubble: Cause and Consequences*. irisheconomy.ie. [online]. Dostupné na: <<http://www.irisheconomy.ie/Crisis/KellyCrisis.pdf>> [cit. 14.2.2014]

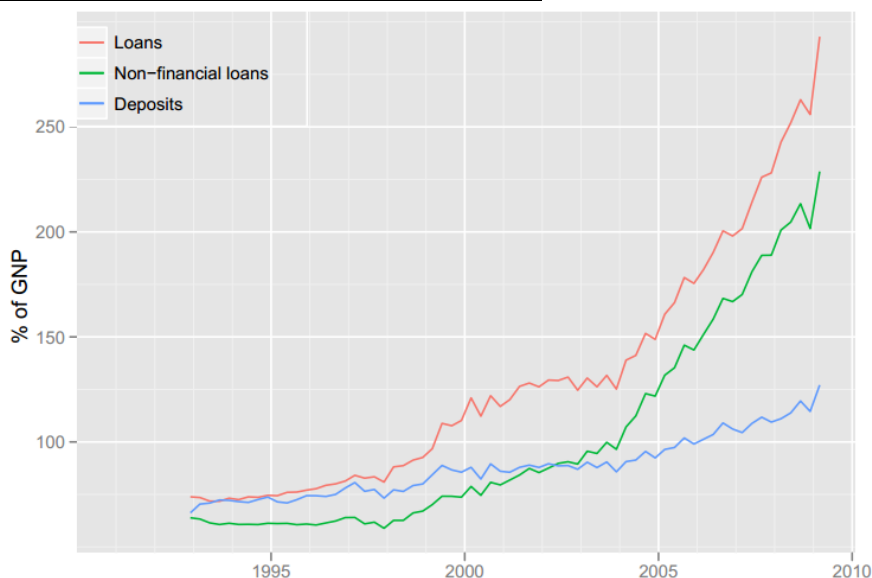
⁸¹KELL, Morgan. *The Irish Credit Bubble*. ucd.ie. [online]. rok 2009. Dostupné na: <<http://www.ucd.ie/t4cms/wp09.32.pdf>>, (s. 2) [cit. 14.2.2014]

⁸² Studie „The Irish Credit Bubble“, vydaná v roce 2009 universitou v Dublinu, dokazuje, že tento nárůst nebyl nikterak zapříčiněn poklesem úrokových sazeb či nárůstem populace, nýbrž právě zvětšujícím se objemem hypoték. Viz dokument KELL, Morgan. *The Irish Credit Bubble*. ucd.ie. [online]. rok 2009. Dostupné na: <<http://www.ucd.ie/t4cms/wp09.32.pdf>>, (s. 2) [cit. 14.2.2014]

nemovitosti se pohybovala na čtyřnásobku tohoto průměru, v roce 2006 to již byl osmiletý průměrný plat na hypotéku a desetiletý průměrný plat na nový dům (v Dublinu se cena nově vystavěného domu dostala dokonce až na úroveň průměrného příjmu za 17 let). Tato čísla opět odkazují, že krkolomný nárůst půjček nebyl pouze v absolutních číslech (což by za jistých okolností bylo vysvětlitelné i jinými ukazateli, například inflací), nýbrž také v relativním poměru k národnímu důchodu.

Takovýto excesivní nárůst půjček však nebyl (a ani nemohl být) doprovázen adekvátním nárůstem vkladů (graf 5 ukazuje vývoj těchto dvou veličin). Nové hypotéky tak byly financovány standardní cestou získávání kapitálu – tedy prostřednictvím finančních trhů a mezibankovních půjček. Tento systém však počítal s neustálým růstem cen nemovitostí, který bude ospravedlňovat a krýt narůstající objem půjček. Jakmile se však expanze zastavila a ceny začaly klesat, celá struktura se ukázala být neudržitelná. Dluhopisy s úrokovou mírou 5,8% najednou kryly tříprocentní hypotéky, což silně zasáhlo irské banky, které pak musely být sanovány obrovskými finančními prostředky ze strany irské vlády – státní dluh tak ze 70 miliard dolarů v roce 2006 vzrostl na téměř 200 miliard během čtyř let.)

Graf 5: Vývoj půjček a vkladů (upravit)



Zdroj: KELL, Morgan. *The Irish Credit Bubble*. [online]. rok 2009. Dostupné na: <<http://www.ucd.ie/t4cms/wp09.32.pdf>>, (s. 7)[cit.14.2.2014]

Přestože události, následující po roce doprovázel strmý růst ratingu (viz tabulka v příloze5), z výše popsaného vyplývá otázka, jak je možné, že Irsko mělo až do začátku potíží

nejvyšší možný rating, teoreticky zaručující stoprocentní návratnost investorů s téměř neexistujícím rizikem.

Jelikož však analýza agentury Moody's v období do vypuknutí krize nebrala kredit boom v potaz jako potenciální rizikový faktor, je nejlepší hodnocení pochopitelné. Tato kapitola však prokázala fatalitu takového zanedbání.

5.3 Vývoj zadluženosti

Dalším indikátorem, který agentura Moody's začlenila do své analýzy v metodologii 2013 oproti té z roku 2008, je vývoj zadluženosti. Tato diplomová práce se zaměří na analýzu tohoto trendu ve vybraných zemích při jeho srovnání s vývojem ratingu dotyčných států. Cílem je vysledovat navzájem odporující si trend, které by upozornily na vznikající disproporci mezi uděleným ratingem a "skutečnou kondicí" dané ekonomiky.⁸³

Pro tuto analýzu byly vybírány země podle následující logiky: selhání ratingové agentury v systému udílených ratingů je nejlépe prokazatelné na příkladu zemí, které se po vypuknutí krize v roce 2007 dostaly do ekonomických potíží, do té doby neočekávaných a do jisté míry tak překvapujících. Jelikož se symbolem dluhové krize staly státy eurozóny, konkrétně několik jejích členů, zaměří se následující kapitola právě na notoricky známé členské země EU18, tedy Portugalsko, Irsko, Řecko, Španělsko, Itálie a Kypr. Pro srovnání bude také uvedena obdobná analýza zemí, držících si nejvyšší nebo druhé nejvyšší hodnocení krizi navzdory: Velké Británie, USA a Švýcarska.

Vývoj státního dluhu v poměru k HDP bude zkoumán optikou metodologie z roku 2013, tedy té "po" revizi dosavadních praktik. Aktuální metodologie zkoumá časovou řadu t-4 až t+1, tato práce tedy pracuje se stejným časovým rozpětím a získanou hodnotu ohodnocuje podle platného klíče agentury Moody's, uvedené v příloze jako tabulka 4. Tam jsou také k nahlédnutí kompletní přehledy vývoje dluhu a ratingů spolu s jednotlivými mezi výpočty. Pro grafické

⁸³ "Skutečnou kondicí" se v tomto kontextu rozumí stav podle aktuální metodologie agentury Moody's

znázornění trendu pak byly ratingy a hodnocení indikátorů kvantifikovány následujícím způsobem⁸⁴:

Tabulka 7: Klíč pro přiřazení hodnot ratingu a hodnocení indikátoru

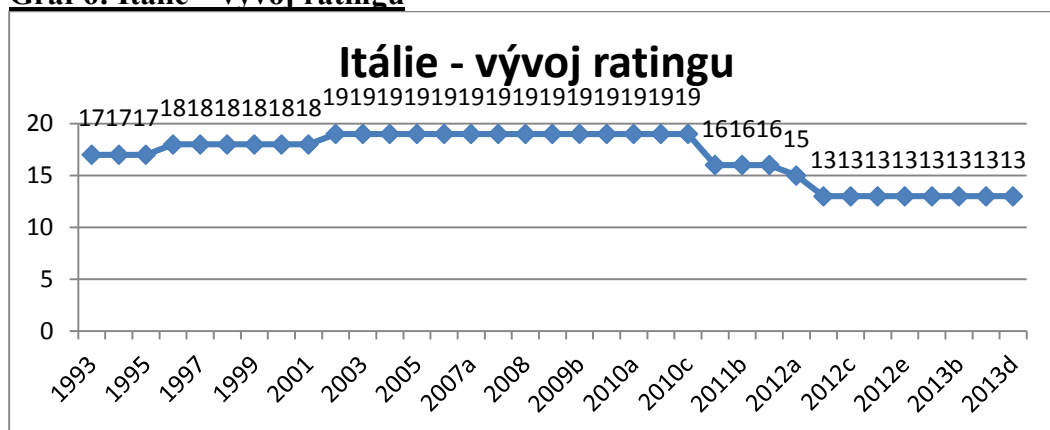
Rating	Hodnota	Hodnocení indikátoru	Honota
Aaa	21	VH+	15
Aa1	20	VH	14
Aa2	19	VH-	13
Aa3	18	H+	12
A1	17	H	11
A2	16	H-	10
A3	15	M+	9
Baa1	14	M	8
Baa2	13	M-	7
Baa3	12	L+	6
Ba1	11	L	5
Ba2	10	L-	4
Ba3	9	VL+	3
B1	8	VL	2
B2	7	VL-	1
B3	6		
Caa1	5		
Caa2	4		
Caa3	3		
Ca	2		
C	1		

Zdroj: vlastní zpracování

⁸⁴ Platí tedy, že čím větší číslo, tím lepší rating či hodnocení indikátoru. Inverzní známkování bylo zvoleno proto, aby byl vzestupný či sestupný trend na první pohled patrný.

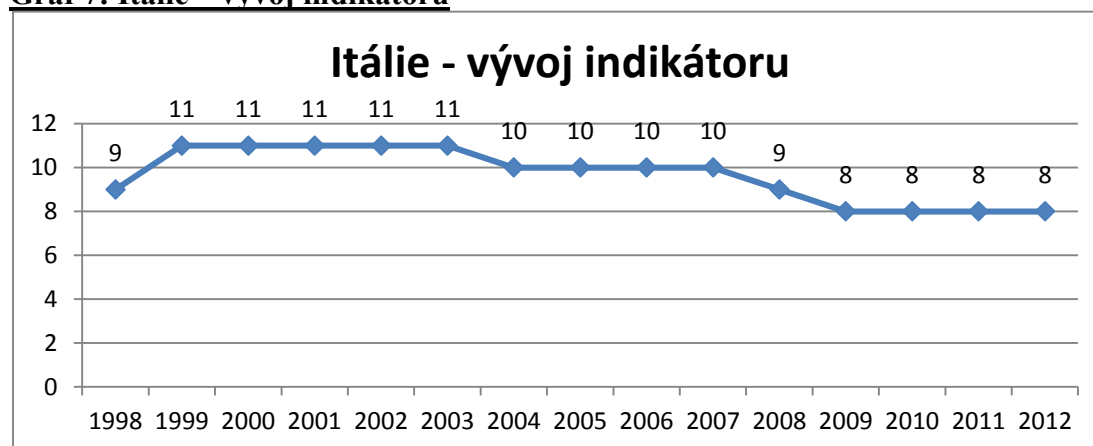
Je však nezbytné také konstatovat, že hodnoty indikátoru M a M+(8 a 9) značí neutrální vliv na hodnocení faktoru, tedy trend zadlužení v rozmezí 0 - 5%. Následují srovnání výše zmiňovaného pro zkoumané země:

Graf 6: Itálie – vývoj ratingu



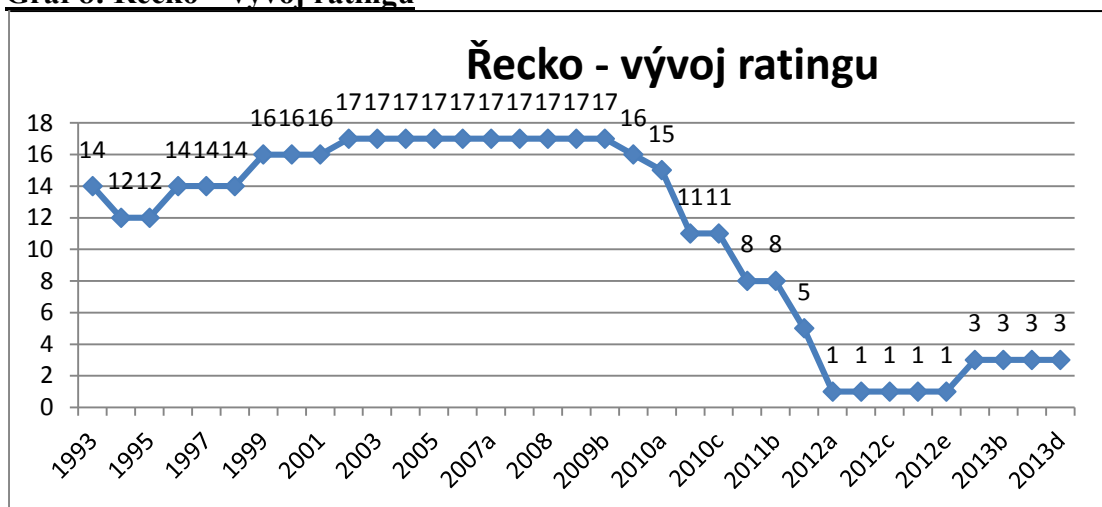
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 7: Itálie – vývoj indikátoru



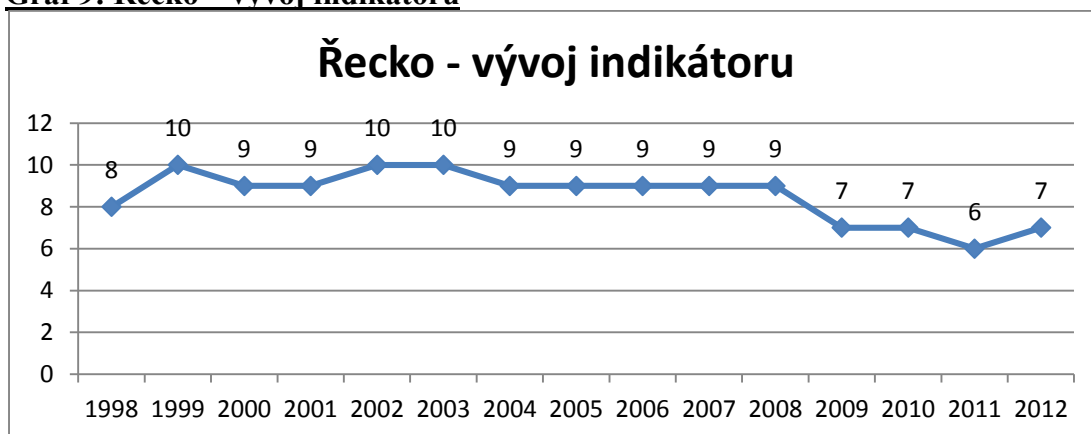
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 8: Řecko – vývoj ratingu



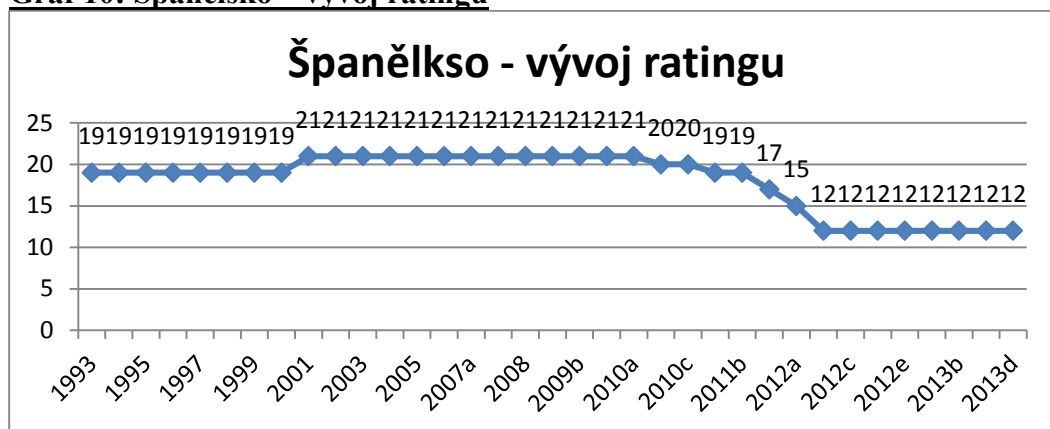
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 9: Řecko – vývoj indikátoru



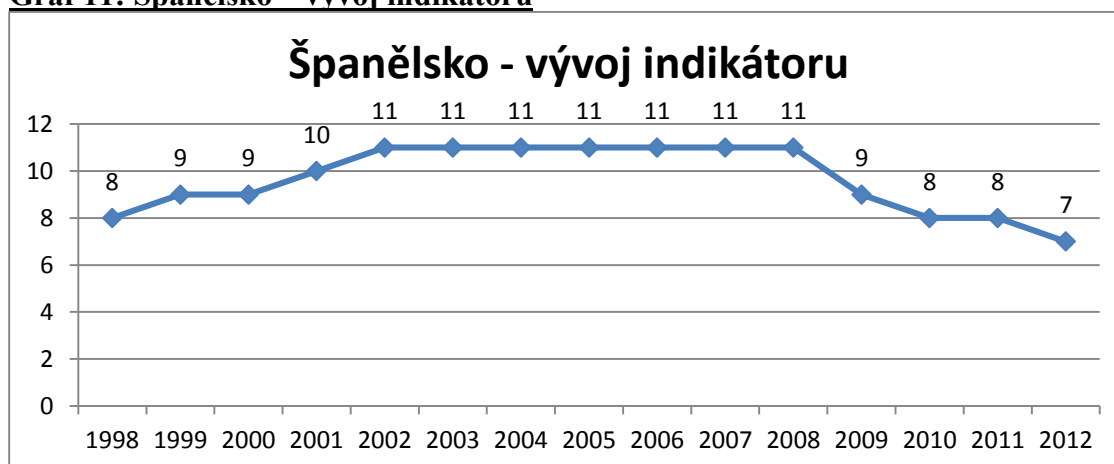
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 10: Španělsko – vývoj ratingu



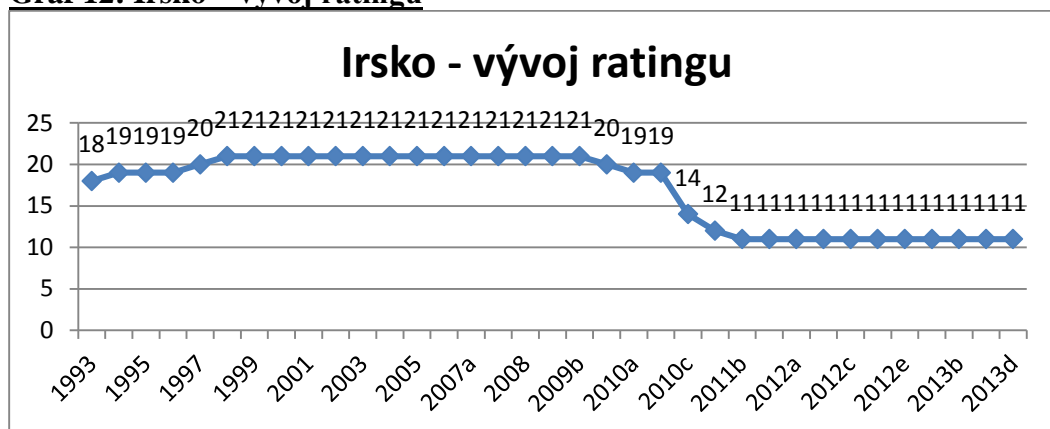
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 11: Španělsko – vývoj indikátoru



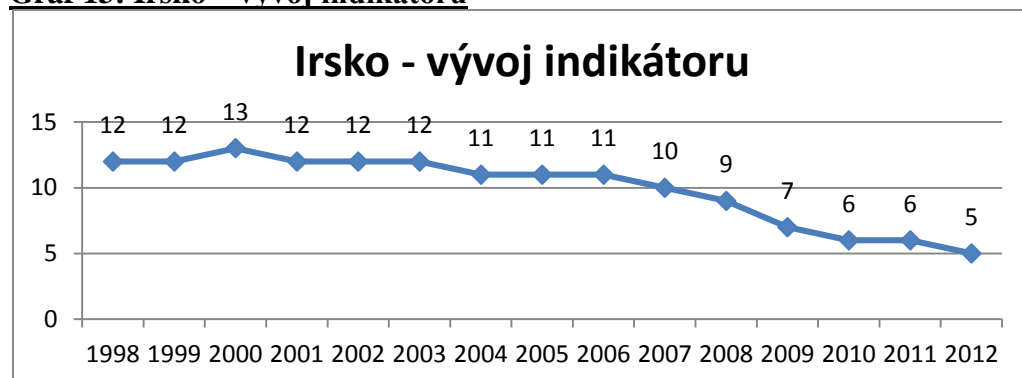
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 12: Irsko – vývoj ratingu



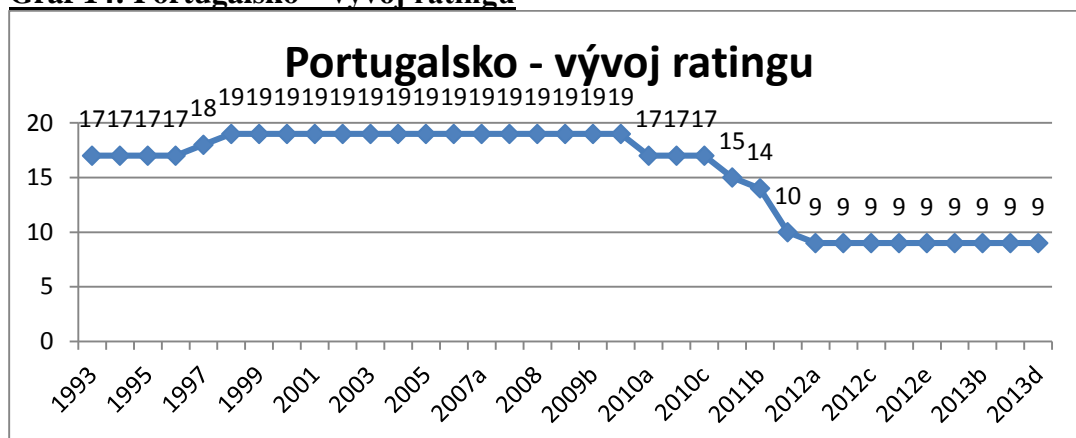
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 13: Irsko – vývoj indikátoru



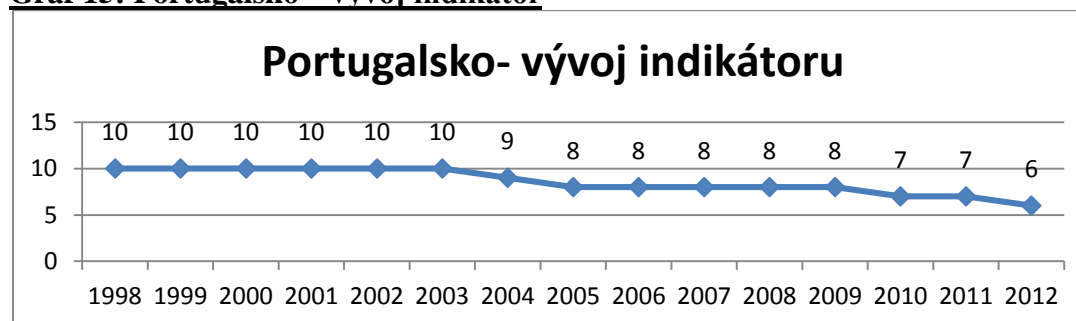
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 14: Portugalsko – vývoj ratingu



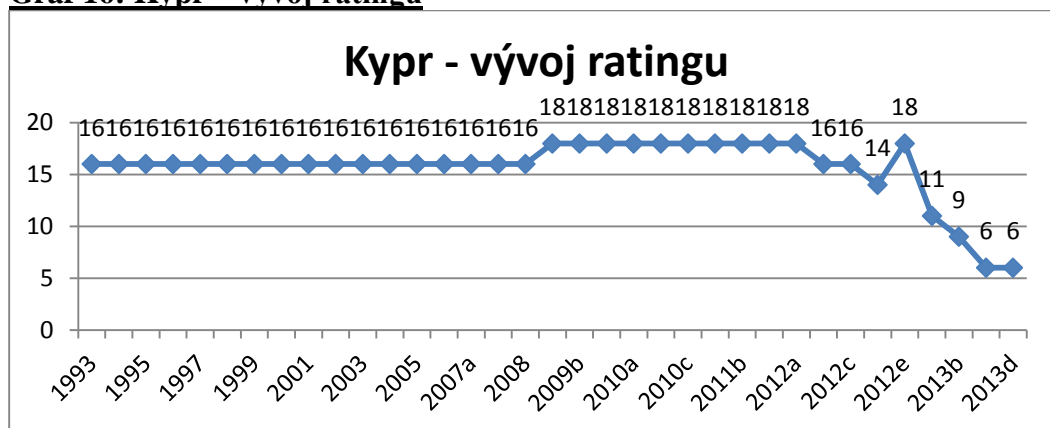
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 15: Portugalsko – vývoj indikátoru



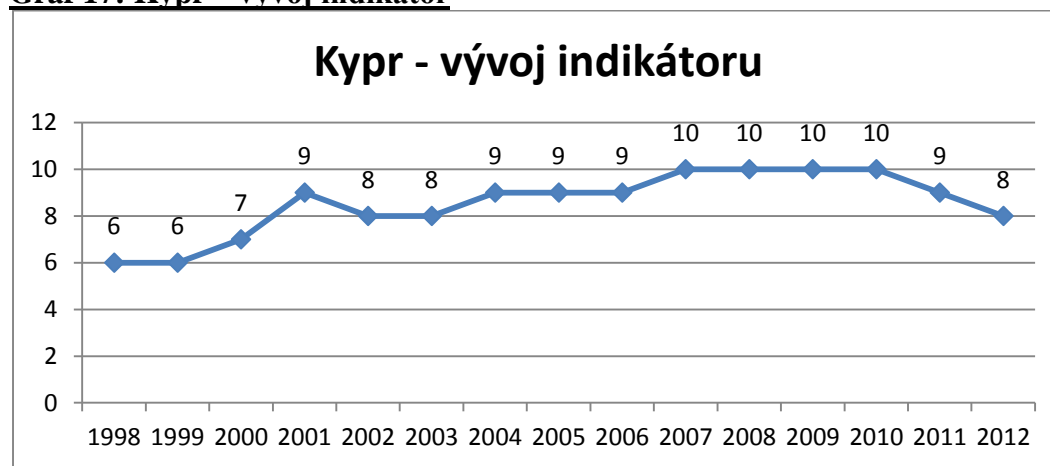
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 16: Kypr – vývoj ratingu



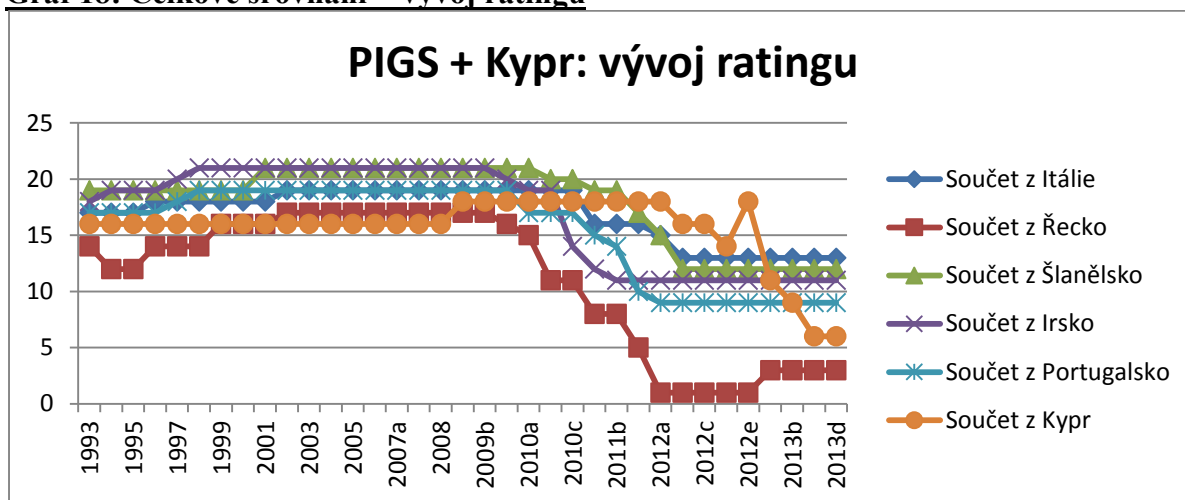
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 17: Kypr – vývoj indikátoru



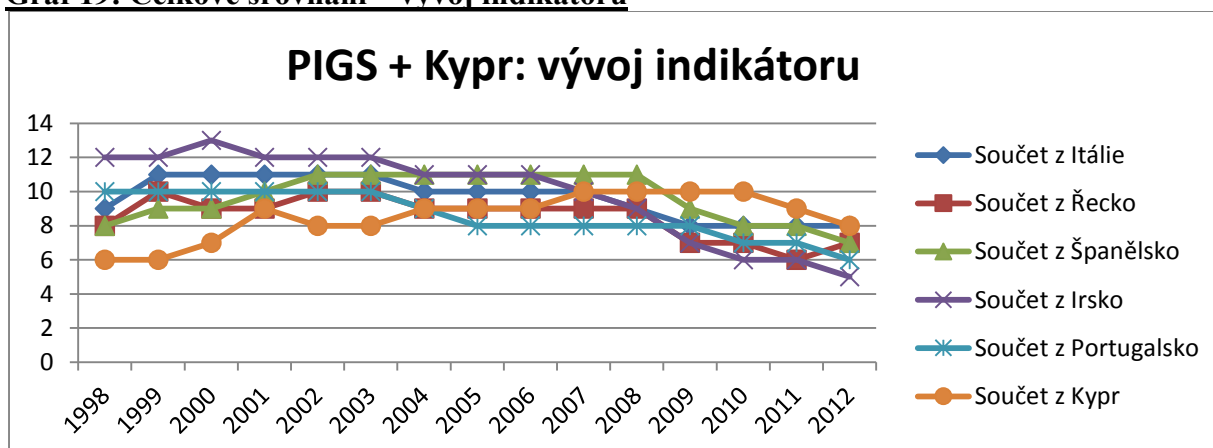
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Graf 18: Celkové srovnání - vývoj ratingu



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 9

Graf 19: Celkové srovnání – vývoj indikátoru

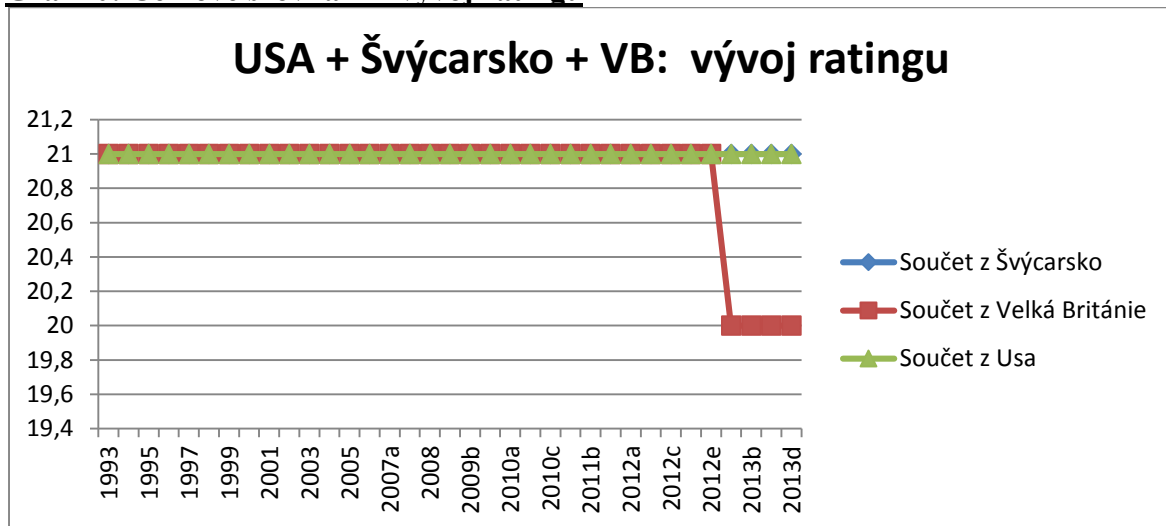


Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

Z jednotlivých tabulek i ze závěrečného srovnání je na první pohled patrné, že trend vývoje indikátoru odpovídá vývoji dotyčných států. Je tak možné konstatovat, že zanedbání tohoto indikátoru v předchozích metodologiích nemělo za následek skrytý nárůst makroekonomické nerovnováhy. Začlenění trendu vývoje dluhu tak není bezprostřední reakcí na metodologické selhání předkrizového období, nýbrž důsledkem přirozené evoluce v metodologii společnosti.

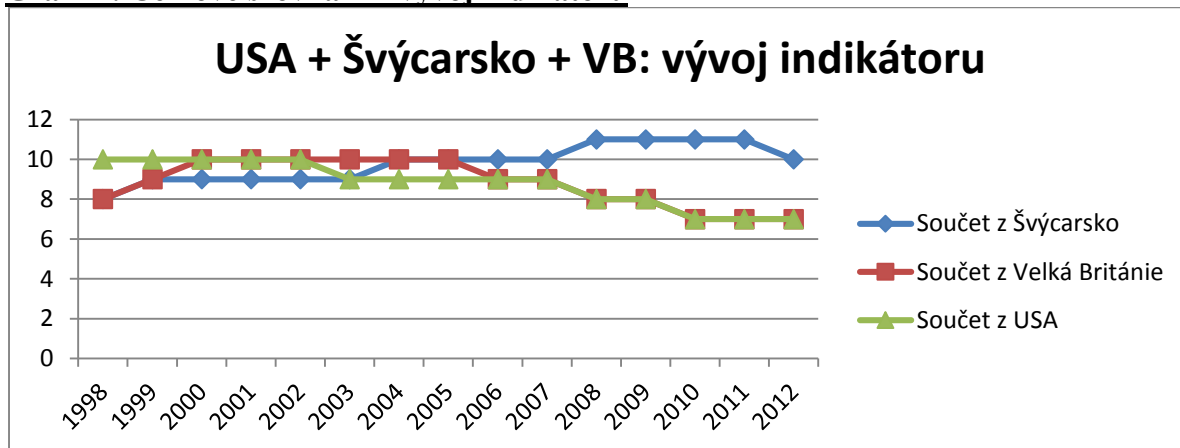
Na závěr této kapitoly pro srovnání stejný přehled stabilních ekonomik, který tento závěr potvrzuje:

Graf 20: Celkové srovnání – vývoj ratingu



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Graf 21: Celkové srovnání – vývoj indikátoru



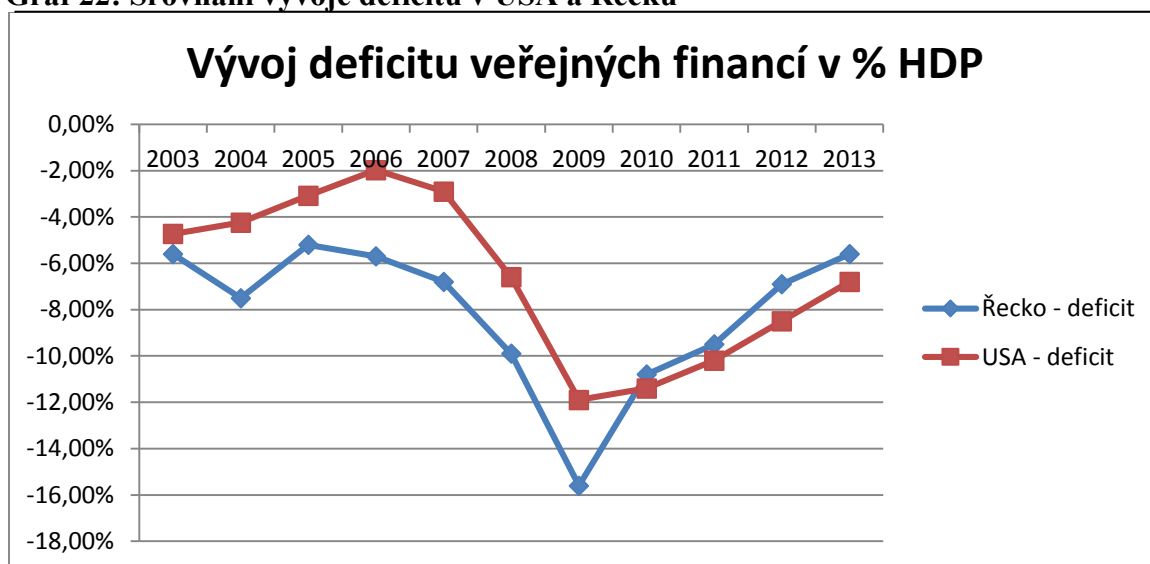
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 8 namapované dle klíče příloha 9

5.4 Srovnání vývoje zadluženosti USA a Řecka v kontextu vývoje ratingu

V následující kapitole dojde na zasazení vývoje ratingu Řecka a USA do kontextu fiskální síly obou zemí. Smysl a důvod tohoto výzkumu byly již nastíněny v úvodu této diplomové práce. Pro přehlednost však krátké připomenutí: ve veřejném prostoru a v politických vyjádřeních se od začátku krize z roku 2007 stala úroveň vládního deficitu symbolem pro ekonomickou kondici daného státu.

Závěrečná kapitola této diplomové práce má za cíl vyvrátit tuto logiku na základě komparace situace ve dvou státech, velice silně zasažených krizí z roku 2007 – USA a Řecka. Rating obou států se od vypuknutí této krize vyvíjel naprosto odlišně, byť průběh křivky deficitu veřejného rozpočtu, zachycený v grafu 22 vykazuje obdobný trend.

Graf 22: Srovnání vývoje deficitu v USA a Řecku

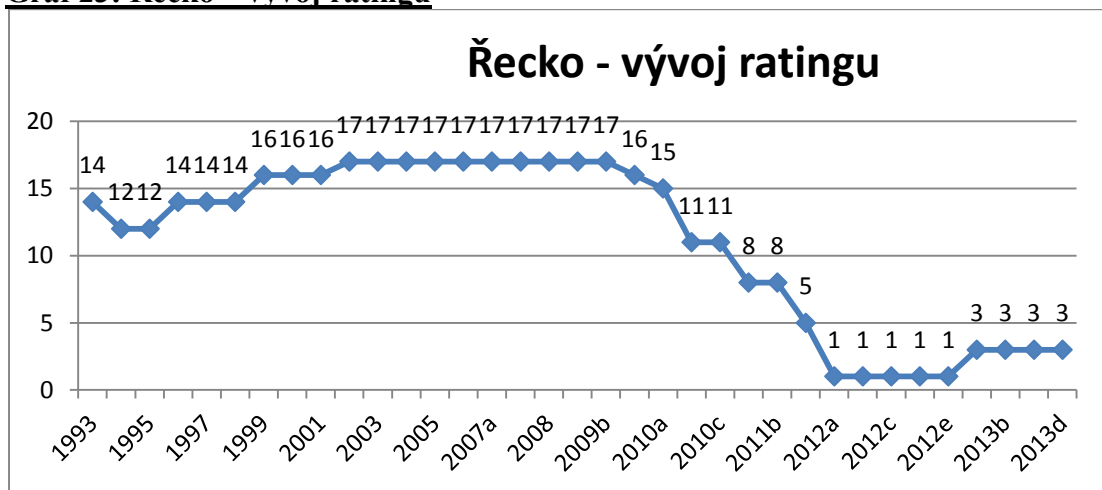


Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 10

Z dosavadního průběhu této diplomové práce je však zřejmé, že deficit veřejných financí státu není faktorem, zohledňovaným při analýze agentury Moody's. Samotná tato veličina má totiž ve skutečnosti naprosto minimální vypovídající hodnotu, jak je koneckonců také patrné z grafu 23 – v případě Řecka se totiž po strmém pádu v průběhu let 2007 – 2009 začal od roku 2010 postupně stabilizovat. Největší turbulence však řecká makroekonomická situace zažila právě až v posledních několika letech. I přestože samotný deficit řeckých veřejných financí v poměru k HDP „předstihl“ ten americký na vývoj ratingu to nemělo žádný vliv – USA si

nadále udržely nejvyšší hodnocení Aaa, zatímco řecká známka pokračovala ve strmém poklesu až na nejnižší hodnocení C.

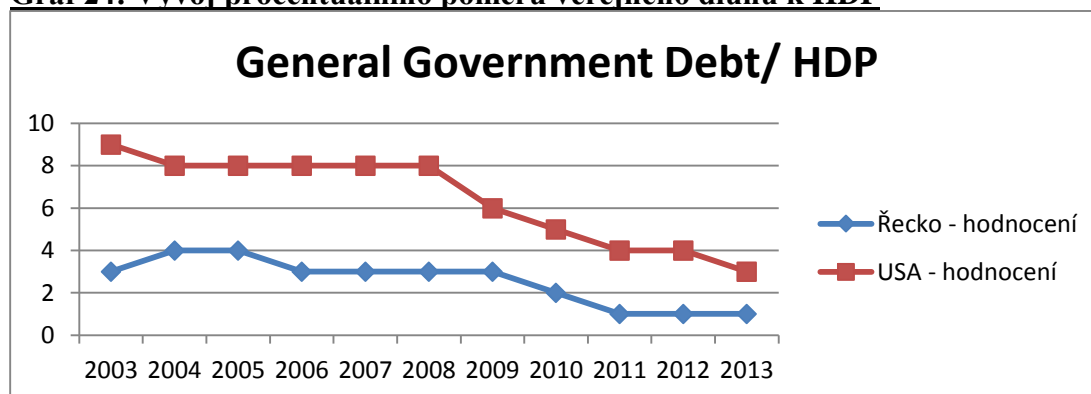
Graf 23: Řecko – vývoj ratingu



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 5 namapované dle klíče příloha 6

Podobný paradox získáme i ze srovnání obdobného ukazatele, který již součástí analýzy agentury Moody's je: vývoje procentuálního poměru veřejného dluhu k HDP. Hodnocení tohoto indikátoru totiž zaznamenalo po roce 2008 jak v případě USA, tak Řecka, pozvolný pokles, korespondující s výše zmíněným deficitem veřejných financí. I v případě Spojených států klesl až na hodnotu VL+.

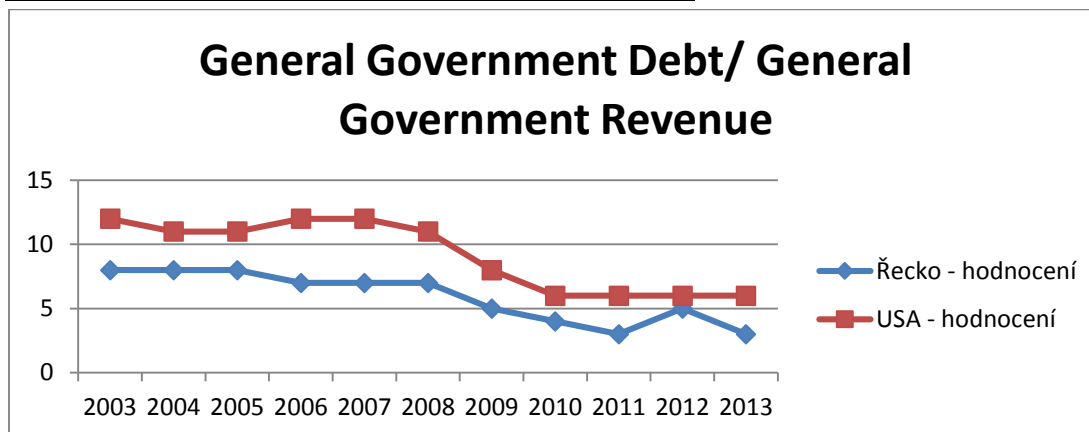
Graf 24: Vývoj procentuálního poměru veřejného dluhu k HDP



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 24

V případě poměru státního dluhu k státním příjmům můžeme také vyzorovat obdobný vývoj – stabilní situace do roku 2008, následovaná pozvolným propadem téměř o polovinu hodnotící škály.

Graf 25: Poměr státního dluhu k státním příjmům



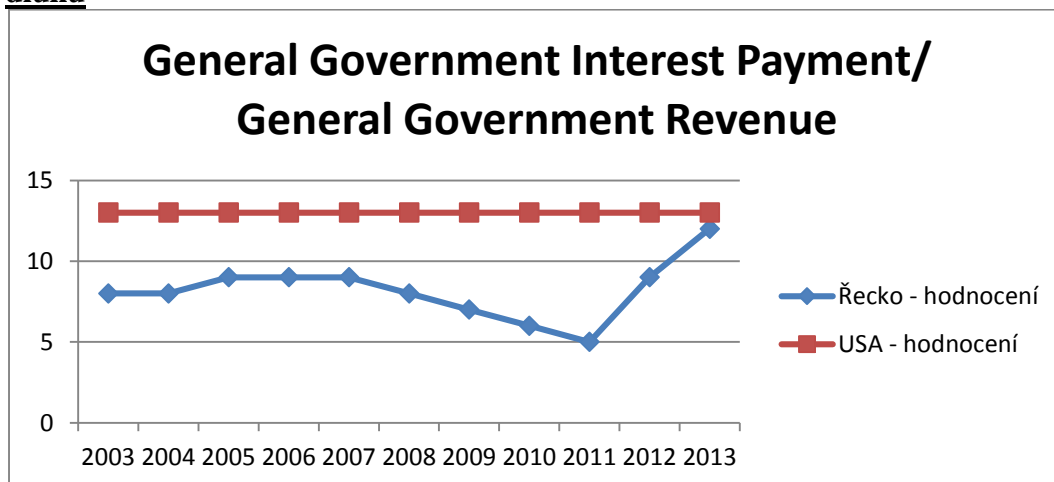
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha26

Tyto tři poznatky tedy naznačují relativně malou významnost samotného dluhu a na něj navázaných indikátorů. Důležitá není jeho absolutní ani relativní výše, nýbrž otázka, zda je pro daný stát udržitelný. Míru udržitelnosti veřejného dluhu může naznačit následující indikátor – poměr příjmů státu k částce, vynakládané ke splácení úroků z již existujícího dluhu. Lepší hodnocení tohoto indikátoru naznačuje, že samotná existence dluhu zatěžuje státní rozpočet relativně méně. Jak ukazuje níže uvedený graf, USA v tomto případě vykazují po celé sledované období maximální hodnocení VH+, zatímco Řecko až do roku 2011 zaznamenávalo pokles až na hodnotu L.

Následující vzestup je pak potřeba zasadit do kontextu částečného defaultu, který země prodělala v následujícím roce, kdy nejenže snížila nominální hodnotu dluhu téměř o 100 miliard euro, dosáhla ale také snížení úrokových sazeb ze splácených dluhopisů a tím i k vylepšení projednávané statistiky.⁸⁵

⁸⁵Greece's default: Thewaitisover. economist.com. [online].
Dostupné na: <<http://www.economist.com/node/21550271>> [20.2.2014]

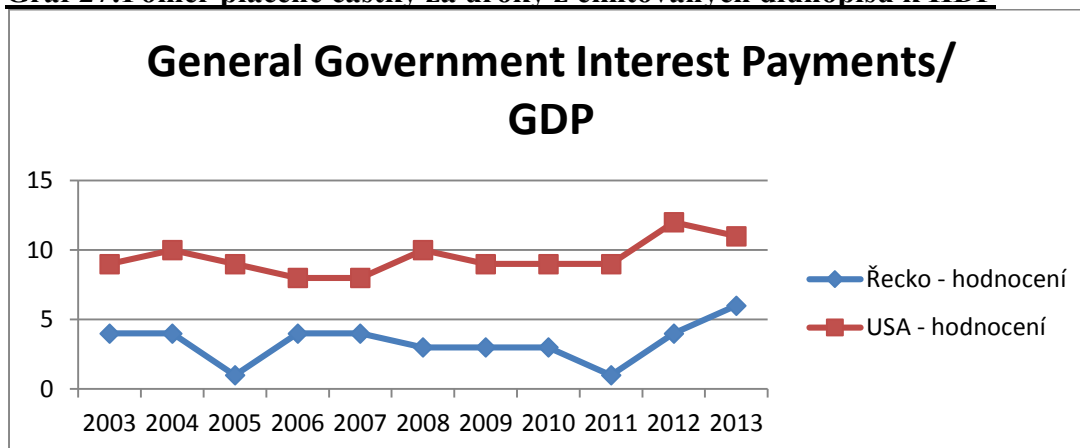
Graf 26: Poměr příjmů státu k částce, vynakládané ke splácení úroků z již existujícího dluhu



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 28

Zátěž úroků ze státního dluhu na domácí ekonomiku naznačuje také čtvrtý indikátor faktoru 3, poměr placené částky za úroky z emitovaných dluhopisů k HDP. I v tomto případě je patrné, že ekonomika Spojených států amerických vykazovala daleko lepší výsledky než řecká a celkově se po krizi z roku 2007 dostala v následujících letech na lepší hodnoty.

Graf 27: Poměr placené částky za úroky z emitovaných dluhopisů k HDP

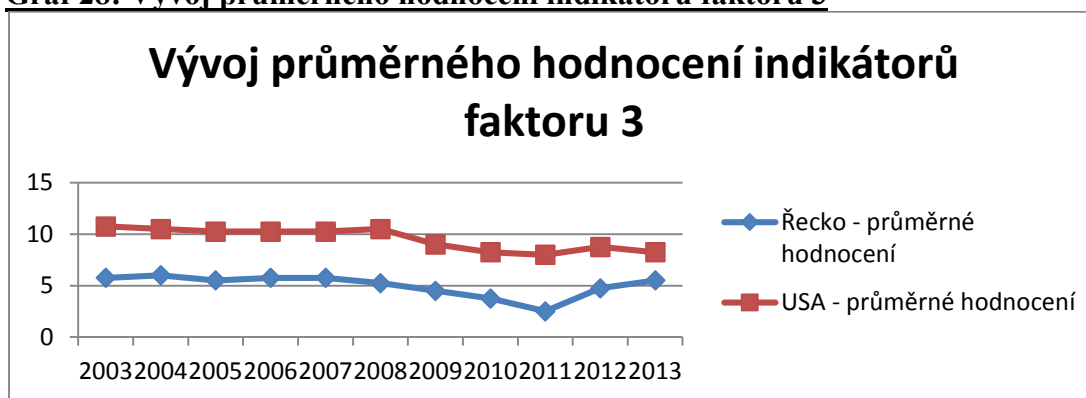


Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 30

Ze srovnání výše uvedených grafů tedy vyplývá následující poznatek: *Celková míra zadlužení a úroveň deficitu není určující pro udržitelnost dluhu a tedy i pro výslednou úroveň ratingu.*

Z tohoto konstatování však vyplývá logická otázka: co je tedy určující pro celkovou důvěryhodnost zkoumané ekonomiky? Jak je vidět v tabulce 4 (metodologie 2013 – hodnotící tabulka jednotlivých indikátorů), mají všechny čtyři výše představené indikátory stejnou váhu. V takovém případě je možné jednoduchým způsobem spočítat průměrné hodnocení a následně ho zanást do grafů.

Graf 28: Vývoj průměrného hodnocení indikátorů faktoru 3



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 12,14,16,18,20

Co se týče opravných faktorů pro fiskální sílu země, trend vývoje dluhu již byl analyzován pro obě země v předchozí kapitole, podíl dluhu v zahraniční měně je možné ignorovat, jelikož oba emitují nové dluhopisy ve svých domácích měnách (dolarech, respektive eurech) a údaje o aktivech veřejného sektoru není možné z veřejně dostupných zdrojů dohledat. I přesto je však možné pokračovat v analýze logickou dedukcí: z metodologie 2013 vyplývá, že pro získání nejvyššího ratingu Aaa je nezbytně nutné, aby země dosáhla hodnocení VH+ u mezikroku č. 2: určení síly vládních financí (viz tabulka č. 5). Toho pak může dosáhnout jen při ohodnocení VH+ u mezikroku č. 1 – ekonomické odolnosti (viz tabulka č. 4). Je tedy zjevné, že teoreticky v případě okolností pozitivních opravných faktorů a vynikajících výsledků faktoru 1 a 2 by na nejvyšší hodnocení mohlo dosáhnout i Řecko se svou aktuální fiskální silou, která se stala symbolem pravého opaku. Rozhodující ukazatele pro udržení nejvyššího ratingu Spojenými státy tak jsou první dva faktory, ekonomická a institucionální síla.

Tabulka 8: Část tabulky Rozsah hodnocení: kombinace vládní finanční síly a riziko událostí

Factor 4: Susceptibility to Event Risk	Government Financial Strength	
	VH+	VH
	Aaa - Aa2	Aa1 - Aa3
VL-	Aa1	Aa2
VL	Aa1	Aa2
VL+	Aa1	Aa2
L-	Aa1	Aa2
L	Aa1	Aa2
L+	Aa1	Aa2
M-	Aa2	Aa3

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings 2013, (str.8)

Tabulka 9: Část tabulky Finanční síla vlády: kombinace hospodářského odolnost a fiskální síla

Economic Resiliency	Fiscal Strength									
	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+
	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+
VH	VH	VH	VH	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	VH-	H+

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings 2013, (str.8)

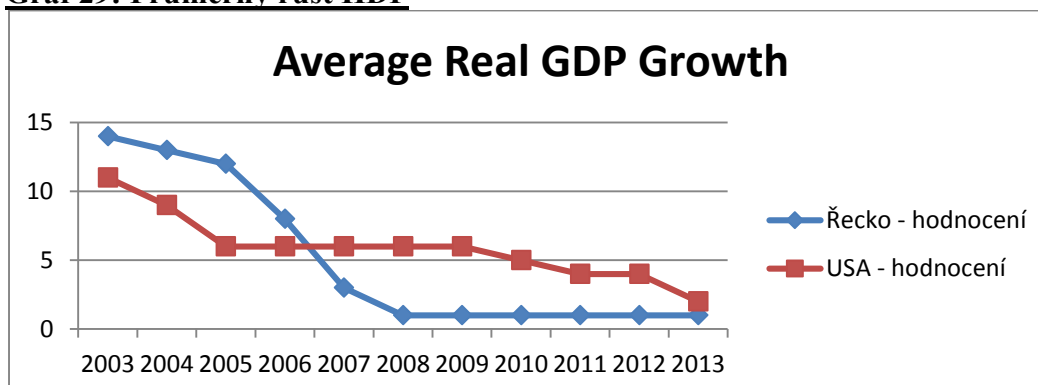
Tabulka 10: Část tabulky Ekonomická odolnost: kombinace ekonomické síly a institucionální síly

Institutional Strength	Economic Strength			
	VH+	VH	VH-	H+
	VH+	VH+	VH+	VH+
VH	VH+	VH	VH	VH-
VH-	VH+	VH	VH-	VH-
H+	VH	VH-	VH-	H+

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings 2013, (str.5)

Při jejich analýze začneme faktorem 1 – ekonomickou silou, složenou z pěti indikátorů a dvou opravných faktorů. Prvním indikátorem je průměrný růst HDP za časové období, zachycený v grafu 29. Zde je vidět obdobný dopad krize s daleko strmějším průběhem v případě Řecka, hodnocení USA se však na konci sledovaného období také dostalo na hodnotu VL:

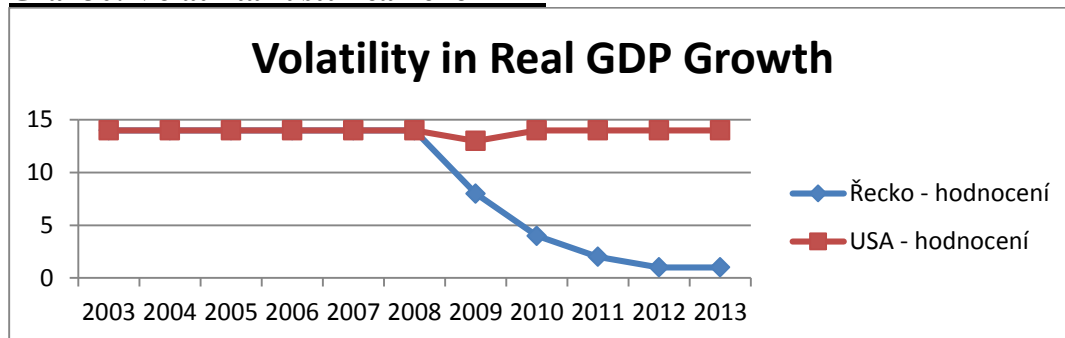
Graf 29: Průměrný růst HDP



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 22

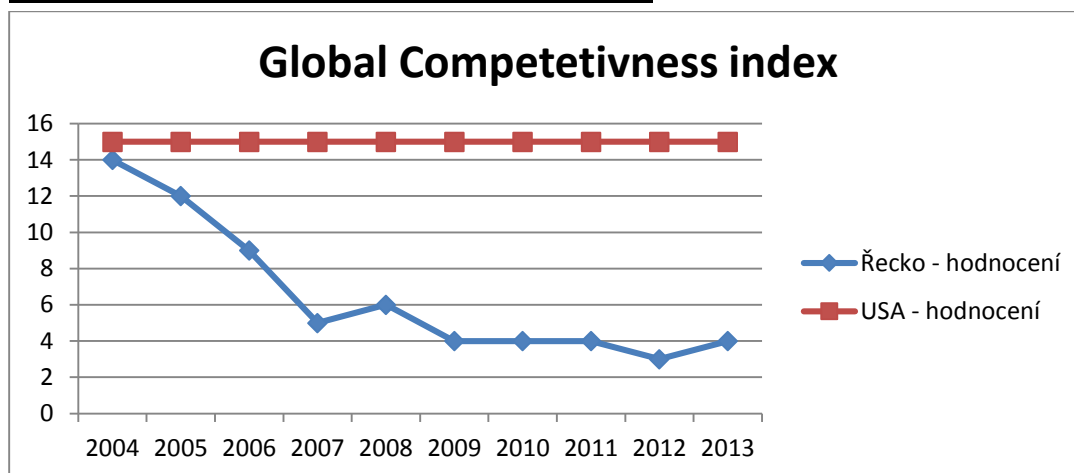
Následující grafy makroekonomických ukazatelů však již velice dobře identifikují hlavní rozdíl mezi oběma ekonomikami, respektive jejich adaptační schopností na krizi rozsahu té z roku 2007. Zatímco řecká ekonomika zažívala značné výkyvy, USA si až na jedinou výjimku udrželi nejvyšší hodnocení u všech sledovaných ukazatelů:

Graf 30: Volatilita růstu reálného HDP



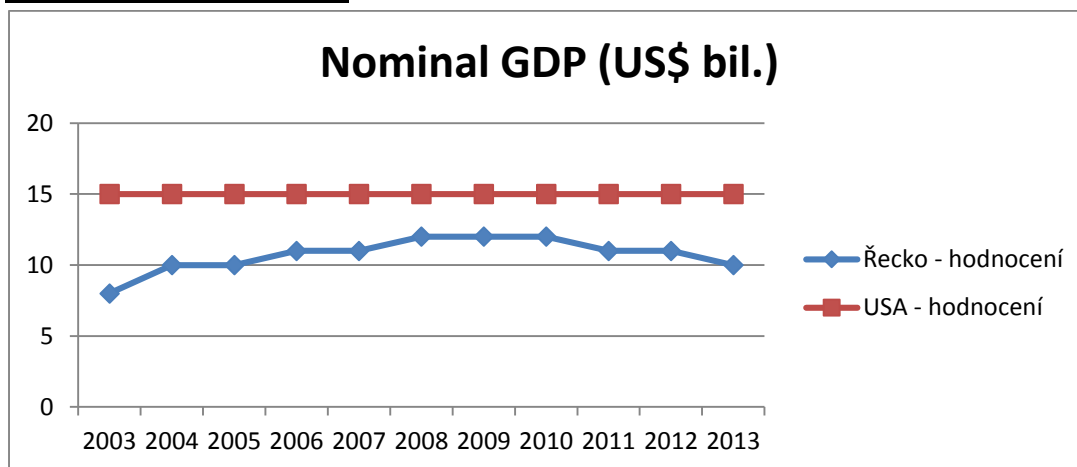
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 32

Graf 31: Index globální konkurence schopnosti



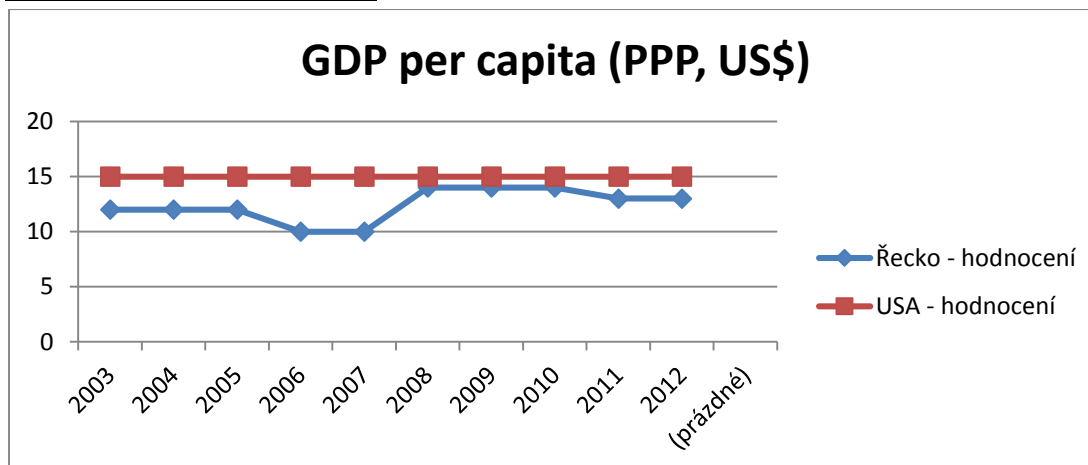
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 36

Graf 32: Nominální HDP



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 34

Graf 33: HDP na obyvatele



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 38

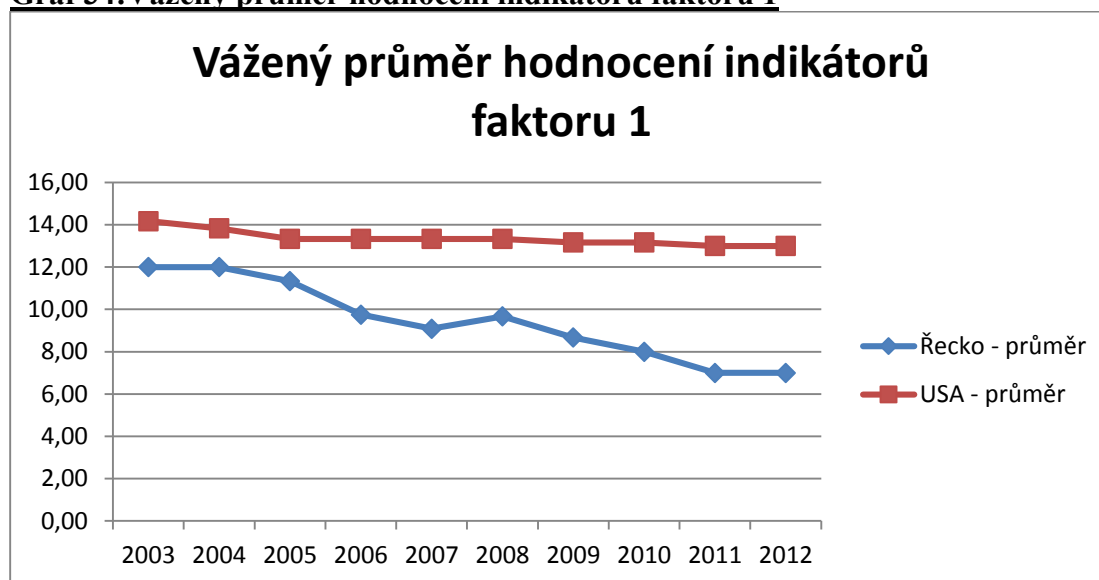
Opravné faktory jsou v případě ekonomické síly dva: kredit boom a diversifikace ekonomiky, měřená pomocí její velikosti a podílu jednotlivých sektorů na HDP. První jmenovaný, kredit boom, je možné v tomto případě zanedbat: do metodologie agentury Moody's

přibyl až v roce 2013, z logiky věci se pak nedá očekávat, že v bankovní krizi postižených státech roste bublina kvůli excesivnímu nárůstu půjček.

Diversifikace ekonomiky již však může hrát podstatnou roli. V případě Spojených států amerických, donedávna největší ekonomiky na světě, se dá s vysokou pravděpodobností očekávat nejvyšší hodnocení. Naproti tomu Řecko jako země závislá na službách (podílejících se na HDP země až z 80%) s nízkým podílem průmyslu (15% HDP) je v případě hospodářského šoku, postihující konkrétní odvětví, značně náchylná k výkyvům⁸⁶ - pravděpodobněji je tak negativní dopad tohoto opravného faktoru.

Po zprůměrování naměřených hodnot jednotlivých indikátorů dle klíče, uvedeného v metodologii 2013, vychází následující ekonomická síla jednotlivých států. Vzhledem k výše popsanému pravděpodobnému hodnocení je možné odhadnout výsledné hodnocení faktoru ekonomické síly: v případě USA se jedná o nejvyšší známku VH+, u Řecka se hodnocení pohybuje pod hranicí M, v posledních několika letech vzhledem k ratingu C ještě níže.

Graf 34: Vážený průměr hodnocení indikátorů faktoru 1



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 39

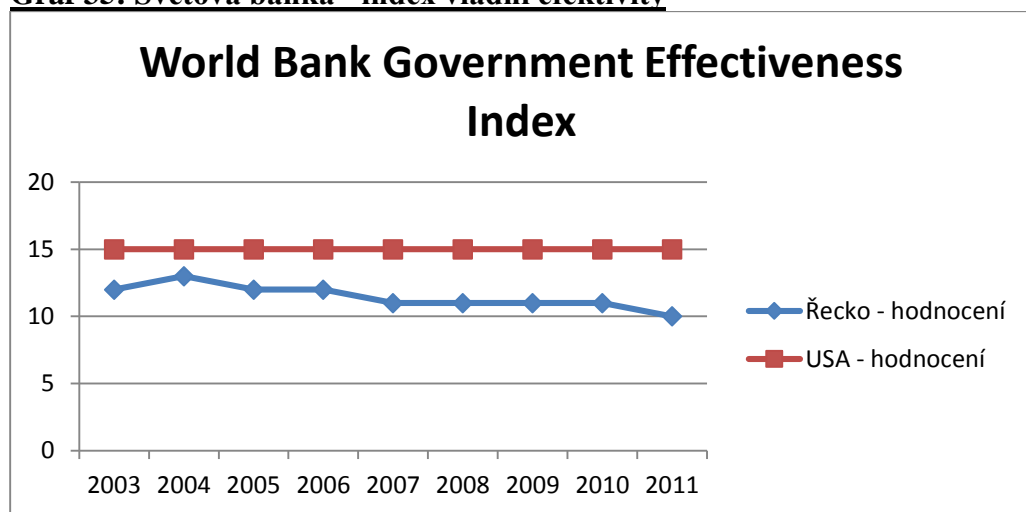
⁸⁶Řecko: *Ekonomická charakteristika země*. businessinfo.cz. [online].

Dostupné na: <<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme-19222.html>> [20.2.2014]

Faktor číslo dvě je hodnocen na základě indexů mezinárodních organizací a je tak velice dobře kvantifikovatelný. V předkrizovém období v případě Řecka je navíc možné ignorovat opravný faktor – historie defaultů, po roce 2011 se pak dá očekávat jeho maximální negativní dopad na faktor 2.

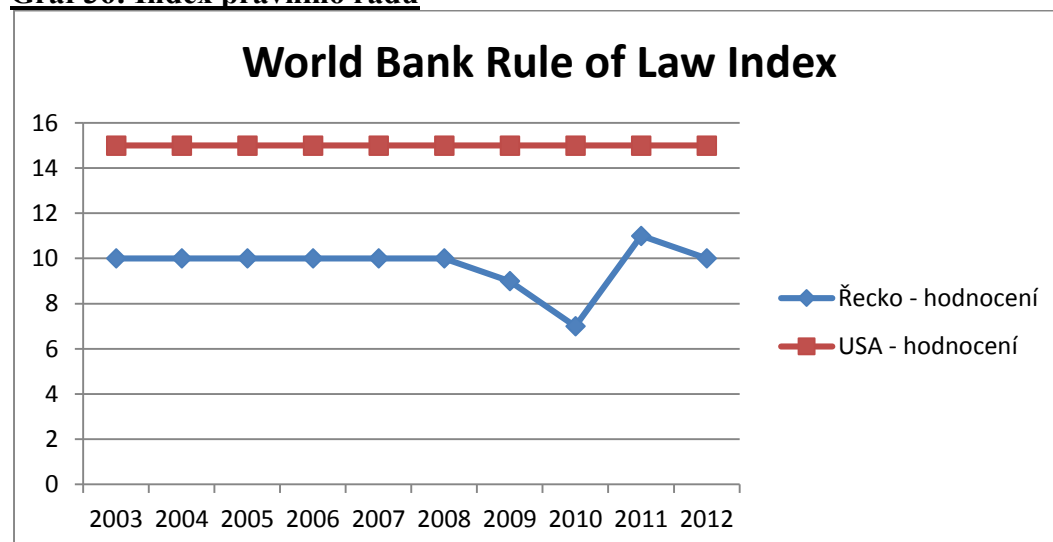
Analýza tohoto faktoru je poměrně jednoznačná: Spojené státy americké dosáhly ve všech sledovaných indexech maximálního hodnocení, Řecko v průběhu času kolísalo s dramatickým propadem po nástupu krize:

Graf 35: Světová banka - index vládní efektivity



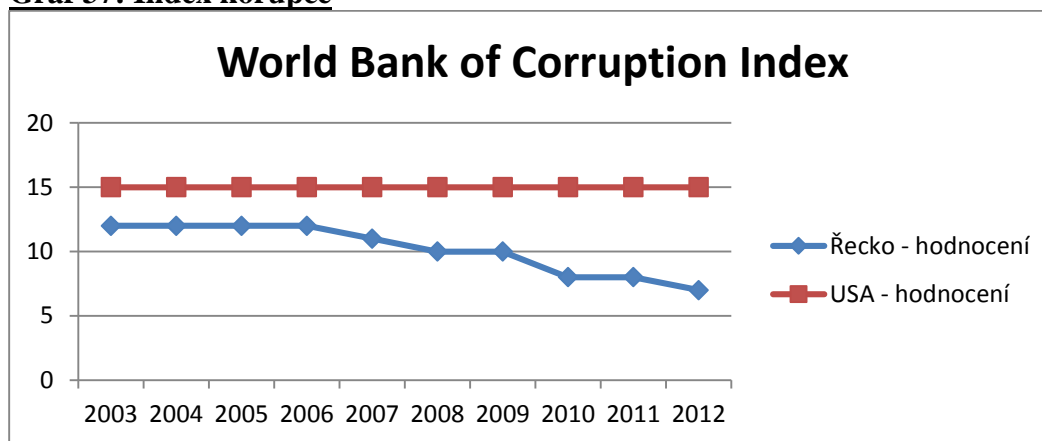
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 11

Graf 36: Index právního řádu



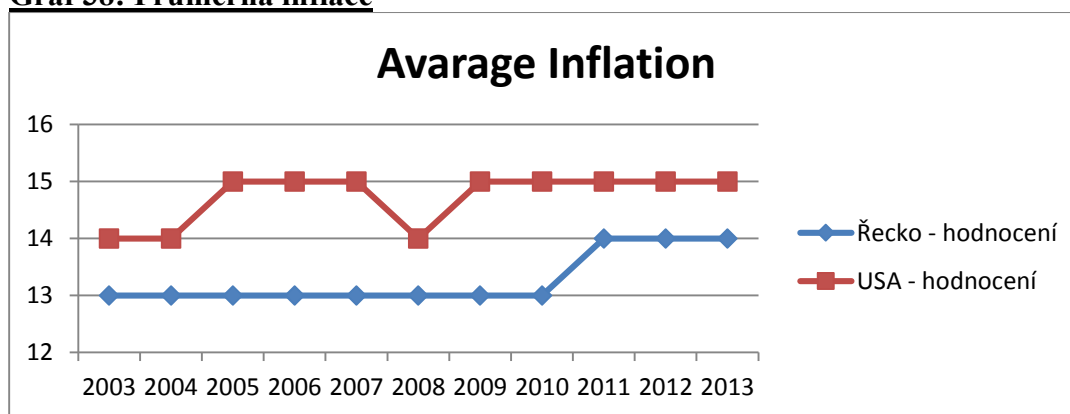
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 12

Graf 37: Index korupce



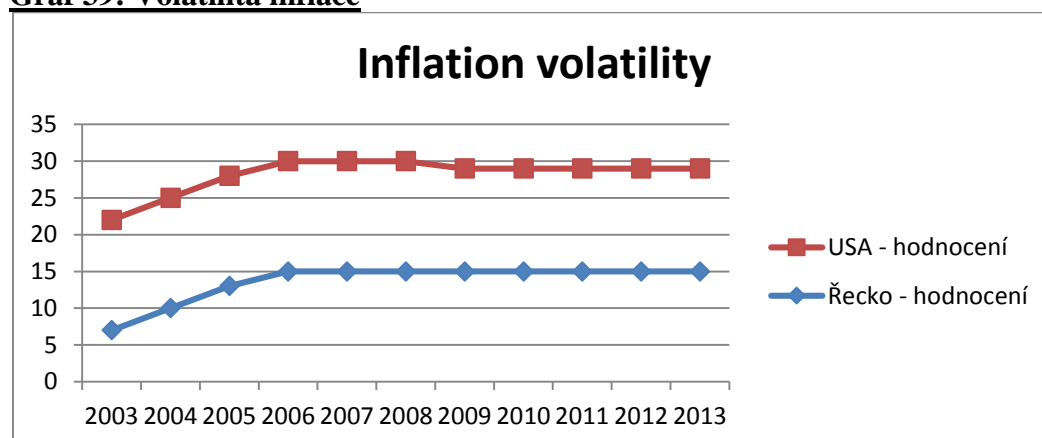
Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 15

Graf 38: Průměrná inflace



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 17

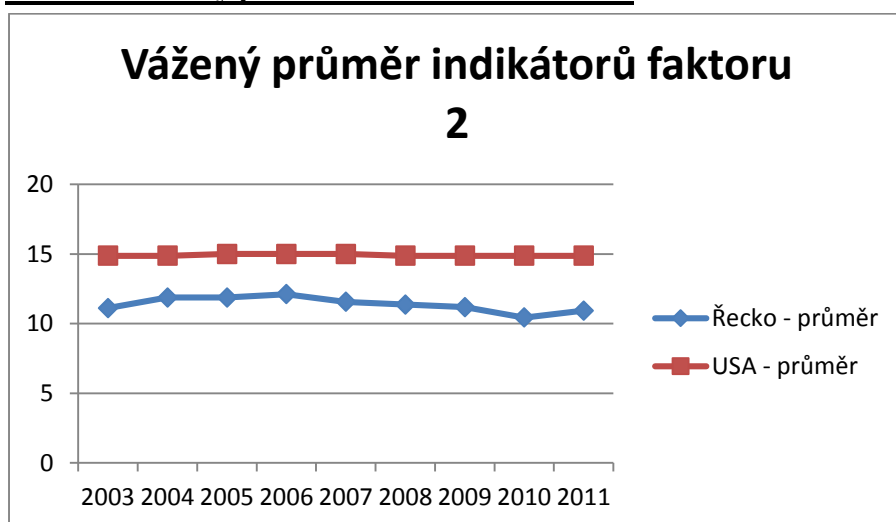
Graf 39: Volatilita inflace



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 19

V případě USA tak opět po váženém zprůměrování naměřených hodnot⁸⁷ vychází opět hodnocení VH+ (což v kombinaci s VH+ u ekonomické síly dá skutečně hodnocení VH+ pro mezikrok č. 1 – výpočet ekonomické odolnosti), v případě Řecka se jedná o hodnoty v oblasti okolo L- před defaultem z roku 2011.

Graf 40: Vážený průměr indikátorů faktoru 2



Zdroj: vlastní zpracování viz data příloha 39

Z výše uvedené komparace tedy vyplývá jednoznačný závěr pro smysl této části diplomové práce: srovnatelný vývoj deficitu veřejných financí a celkového dluhu státu v poměru k HDP skutečně může negativně ovlivnit hodnocení určitého faktoru, konkrétně fiskální síly. Rozhodujícími pro výsledné hodnocení, určující důvěryhodnost státu a potažmo i udržitelnost dlouhodobého dluhu, jsou však první dva – ekonomická a institucionální síla.

⁸⁷ Pro neúplnost některých dat z posledních let byla analýza časové řady ukončena v roce 2011, přesto však tyto údaje poskytují dostatečný materiál pro cíl této práce

6 Závěr

Ratingová agentura Moody's modifikovala v reakci na krizi z roku 2007 vlastní metodologii udílení ratingového hodnocení národním státům, když původní dokument „Sovereign Bond Ratings“ ze září 2008 nahradila stejno jmenným textem, vydaným o pět let později, tedy v září 2013.

Syntézou dvou analytických částí byly identifikovány tři klíčové odlišnosti mezi těmito zkoumanými dokumenty:

- Transparentnost a přehlednost,
- kredit boom jako opravný faktor,
- trend vývoje dluhu jako opravný faktor

První cíl tak byl splněn na základě komparativní analýzy výše zmíněných dokumentů. Tato část také přinesla splnění sekundárního vytyčeného cíle, tedy ucelené zpracování metodologie ratingové agentury v udílení sovereign ratingu. Diplomová práce tak vedle samotného výzkumu přináší i komplexní materiál a může posloužit jako cenný sekundární zdroj pro vědecké práce na obdobné téma.

Zjištěné poznatky ohledně jednotlivých rozdílných ukazatelů jsou následující:

- Zvýšením transparentnosti reagovala agentura na intenzivní kritiku jak ze strany veřejnosti, tak dozorových institucí, v Evropě zejména Evropská komise a Evropský úřad pro cenné papíry ESMA. Hlavní výtky směřovaly k nepřehlednému způsobu udílení výsledného ratingového ohodnocení a jeho struktúře jak v případě finančních instrumentů, tak národního státu. Metodologie 2013 oproti starší verzi přináší přehledná grafická zpracování a množství orientačních tabulek, sloužících k zachycení kvantitativních ukazatelů.
- Kritérium kredit boomu bylo podrobně analyzováno v kontextu situace v Irsku, které i přes vynikající makroekonomické ukazatele prvních let dvacátého prvního století velice silně pocítilo důsledky hospodářské krize. Hospodářský růst byl totiž uměle tlačěn excesivním nárůstem stavebního sektoru, který v roce 2007 svým poměrem k HDP více než dvojnásobně přesáhl poměr u standardních vyspělých ekonomik. Tento boom byl umožněn rostoucí cenou nemovitostí, které následně podpořily spirálu růstu úvěrů domácnostem a soukromým společnostem, sloužícím k financování dalších investic do nemovitostí. Takto vznikla na irském

trhu bublina, skrytá za pozitivními makroekonomickými ukazateli, které ji ze své podstaty nebyly schopné odhalit a která při svém splasknutí téměř položila domácí ekonomiku a donutila zemi požádat Evropskou unii o záchranný balíček ve výši 85 miliard euro. Zanedbání tohoto faktoru při analýze kredibility Irska tak de facto učinilo celé hodnocení nevěrohodné a zavádějící.

- Trend vývoje dluhu byl zkoumán v porovnání s vývojem ratingu optikou problémových evropských ekonomik PIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko a Španělsko), potýkajících se od vypuknutí hospodářské krize s neudržitelností státního dluhu, v kontrastu se stejným ukazatelem států USA, Švýcarska a Velké Británie, tedy takových, které dlouhodobě vykazují vysoké a stabilní ratingové hodnocení (s výjimkou Velké Británie, které bylo v roce 2013 sníženo hodnocení o jeden stupeň na Aa1). Analýza časové řady ani v jednom případě nenaznačuje skrytou nerovnováhu a disproporci mezi uděleným hodnocením a reálnou kondicí dotyčného státu.

Pro splnění druhého cíle této diplomové práce, komparativní analýzy zadluženosti Spojených států amerických a Řecka, na jejímž základě měl být vyzpozorován význam dluhového břemene státu pro jeho důvěryhodnost, byla provedená podrobná aplikace modelu metodologie 2013 na zjištění makroekonomické a indexové ukazatele. S využitím několika desítek tabulek a grafů pak bylo sestaveno pomocné hodnocení relevantních faktorů, které ukázalo na disproporci v konkrétních ukazatelích, které vysvětlují nepoměr mezi vývojem zadluženosti a ratingového hodnocení.

Již v počátku této části výzkumu bylo patrné, že samotná úroveň dluhu hraje pouze marginální roli v posuzování kredibility státu – deficit rozpočtu vůbec není zahrnut v analýze jako určující indikátor, fiskální síla státu jako faktor 3 pak má v porovnání s ostatními faktory relativně malou váhu. Samotná analýza odhalila rozdíly, vysvětlující výše nastíněnou disproporci – ekonomická síla USA, daná diversifikací a celkovým rozsahem (umožňujícím absorbovat nepříznivé šoky), stabilní mírou inflace a vysokou mírou konkurenceschopnosti (danou inovacemi a stabilním podnikatelským prostředím) pomohla zemi i přes hospodářský propad a nárůst deficitu veřejných financí zachovat deficitní hospodaření v mezích udržitelnosti. Stejně aspekty s negativními výsledky pak stály za pádem řecké ekonomiky do vysokých červených čísel.

7 Seznam literatury

1. FIGHT, Andrew. *The Ratings Game*. Ilustrované vydání. Wiley, 2001. ISBN 9780471491347.
2. Interní zdroj společnosti Moody's, CAILLETEAU, Pierre a CIPRIAN, Guido a LINDOW, Kristin a BYRNE, J. Thomas a HORMUNG, Dietmar a MALI Aurelien. *Sovereign Bond Ratings*. 2008.
3. Interní zdroj společnosti Moody's. HORMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. *Sovereign Bond Ratings*. 20013
4. Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. *Moody's Statistical Handbooka – Country*. 2013
5. MCLEAN, Bethany a Joe NOCERA. *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis*. Penguin Group US, 2011. ISBN 9781101551059.
6. PEČENÁ, Magda a TEPLÝ, Petr. *Credit risk and financial crise*. 1. vydání. Praha: Karolinum, 2010, s. 61-82. ISBN 978-80-246-1872-2.
7. PROCHÁZKA, Petr. *Mezinárodní bankovníctví*. 1. vydání. Praha: Bankovní institut, 1996. ISBN 80-902243-0-X
8. VINŠ, Petr a LIŠKA, Václav. *Rating*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství C H Beck, 2005. ISBN 80-7179-807-X
9. VONDRUŠKA, Tomáš., *Souvislosti, příčiny a možná náprava současné finanční krize postkeynesovským a rakouským pohledem*, Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2011
10. WITZANY, Jiří. *Credit risk management and modeling*. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2010. ISBN 978-80-24-1682-0

Internetové zdroje

1. BRENNAN, Henry. *Rating agencies slammed over transparency*. [online]. roč. 2012. Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/945896314>>
2. *A Brief History Of Credit Rating Agencies*. Investopedia.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>>
3. *Bringing Down Wall Street as Ratings Let Loose Subprime Scourge*. Bloomberg.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah839IWTLP9s>>

4. *Ratingové hodnocení České republiky*. Cnb.cz. [online]. Dostupné na:
<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_IV/box_a_prilohy/zoi_2011_IV_box_2.html>

5. *Counter-cyclical Central Banking Policies and the in Longer-Term Implications*. moodys.com. [online]. Dostupné na:
<https://www.moodys.com/loginredirect.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_142800%26lang%3den%26cy%3dglobal>

6. *Countryeconomy.com*. Countryeconomy.com. [online]. Dostupné na:
<<http://countryeconomy.com/ratings/>>

7. *Credit Boom – Whatisthe definator?* youtube.com. [online]. Dostupné na:
<<http://www.youtube.com/watch?v=sTAfNewoEI8>>

8. DELPLA, Jacques a WEIZSÄCKER, Jakob von (2010), *The Blue Bond Proposal*. [online]. Dostupné na:
<<http://www.bruegel.org/download/parent/403-the-blue-bond-proposal/file/885-the-blue-bond-proposal-english>>/>

9. DUNKLEY, Jamie. *Rating agencies mustbe independent'*. [online]. roč. 2012. Dostupné na:
<<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9074991/Rating-agencies-must-be->>

10. ESMA/2013/1790. *PRESS RELEASE*. [online]. Dostupné na:
<http://www.esma.europa.eu/system/files/20131790_esma_identifies_deficiencies_in_cras_ove_reign_ratings_processes_0.pdf>

11. *EU se dohodla na záchranném balíčku pro Irsko*. euractiv.cz. [online]. Dostupné na:<<http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/eu-se-dohodla-na-zachrannem-balicku-pro-irsko-008161>>

12. *Greece's default: Thewaitisover*. economist.com. [online] rok 2013. Dostupné na: <<http://www.economist.com/node/21550271>>

13. *Greece Government budget deficit*. countryeconomy.com. gfmag.com.[online]. Dostupné na:< <http://countryeconomy.com/deficit/greece>>

14. *A Historyof Standard &Poor's*. Standardandpoors.com. [online]. Dostupné na:<<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>>

15. *Interest Expense on the Debt Outstanding*. treasurydirect.gov. [online]. Dostupné na <https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir_expense.htm>

16. *Irelandgovernmentdebt to GDP*.tradingeconomics.com. [online] Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com/ireland/government-debt-to-gdp>>
17. *Ireland GDP*. tradingeconomics.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com/ireland/gdp>>
18. KELL, Morgan. *The Irish Credit Bubble*. ucd.ie. [online]. rok 2009. Dostupné na: <<http://www.ucd.ie/t4cms/wp09.32.pdf>>
19. KELLY, Morgan. *The Irish Property Bubble: Cause and Consequences*. irisheconomy.ie. [online]. Dostupné na: <<http://www.irisheconomy.ie/Crisis/KellyCrisis.pdf>>
20. *Komentář k připravovanému nařízení o ratingových agenturách*. Bankovnipoplatky.com. [online]. Dostupné na: <http://www.bankovnipoplatky.com/komentar-k-pripravovanemu-narizeni-o-ratingovych-agenturach-7656.html#_ftn1>
21. MAMUDI, Sam, *Lehman folds with record \$613 billion debt*. marketwatch.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt?siteid=rss>>
22. MARKHAM, Jerry W, *The Subprime Crisis – A Test Match For The Bankers: Hlass-Setagall vs. Gramm-Leach-Bliley*. aw.upenn.edu. [online]. Rok 2010 Dostupné na: <[https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue4/Markham12U.Pa.J.Bus.L.1081\(2010\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue4/Markham12U.Pa.J.Bus.L.1081(2010).pdf)>
23. *MOODY'S CORPORATION*. ir.moody's.com. [online]. Dostupné na: <<http://ir.moody's.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-11-47974>>
24. *Moody's History: A Century of Market Leadership*. Moody's.com. [online]. Dostupné na: <<https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>>
25. *Moody's Investor Relations*. ir.moody's.com. [online]. Dostupné na: <<http://ir.moody's.com/>>
26. *Moody's Corporation Reports Results for Fourth Quarter and Full-Year 2013*. ir.moody's.com. [online]. Dostupné na: <<http://ir.moody's.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=824153>>
27. *Moody's Rating Symbols & Definitions*. [online]. Dostupné na: <<https://www.moody's.com/sites/products/AboutMoody'sRatingsAttachments/Moody'sRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>>
28. *Moody's Releases 2010 Sovereign Default Study*. Moody's.com. [online]. Dostupné na: <https://www.moody's.com/research/Moody's-Releases-2010-Sovereign-Default-Study--PR_198526>

29. *NAŘÍZENÍ O RATINGOVÝCH AGENTURÁCH - „OBVYKLÁ“ REAKCE NA FINANČNÍ KRIZI?*.law.muni.cz .[online]. Dostupné na:
<http://www.law.muni.cz/sborniky/cofola2009/files/contributions/Zdenek%20Hustak%20_865_.pdf>
30. NORTH, Douglas. *Journal of Economic Perspectives*. econ.uchile.cl. [online]. Dostupné na:<<http://www.econ.uchile.cl/uploads/documento/94ced618aa1aa4d59bf48a17b1c7f605cc9ace73.pdf>>
31. *Public Deficit / Surplus as a Percentage of GDP in Selected Countries Around the World 2007-2014*. gfmag.com. [online]. Dostupné na:
<<http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12373-public-deficit-percentage-gdphtml.html#axzz2x16PESl6/>>
32. *Rating agencies set forth transparency rules*. [online]. roč. 2008.
Dostupné na: <<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/217354892>>
33. *Rating - S&P, Moody's a Fitch*. Fxstreet.cz. [online].
Dostupné na:<<http://www.fxstreet.cz/rating-sp-moodys-a-fitch.html>>
34. *Rep. McHenry Introduces Credit Rating Agency Transparency and Disclosure Act*. [online]. roč. 2008. Dostupné na:
<<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/471555111>>
35. ROOKE, Masters. *Rating agencies must improve transparency*. [online]. roč. 2012.
Dostupné na:
<<http://search.proquest.com.zdroje.vse.cz/docview/935455459>>
36. *Řecko: Ekonomická charakteristika země*. businessinfo.cz. [online] rok 2013.
Dostupné na:
<<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme-19222.html> >
37. *S. 3850 (109th): Credit Rating Agency Reform Act of 2006*. Govtrack.us. [online].
Dostupné na: <<http://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850/text>>
38. *Special Comment: Sovereign Defaults Series: Sovereign Debt Restructurings Provide Liquidity Relief But Often Do Not Reduce Debt Levels*. [online]. rok 2012. Dostupné na:
<https://www.moodys.com/login.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_146909%26lang%3den%26cy%3dglobbal>

39. *Special Comment: The Cause of Sovereign Defaults: Ability to Manage Crises Not Merely Determined by Debt Levels.* [online]. rok 2010. Dostupné na: https://www.moodys.com/login.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fviewresdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_127952%26lang%3den%26cy%3dglobal
40. *The Causes of Sovereign Defaults: Ability to Manage Crises Not Merely Determined by Debt Levels.* [online]. Dostupné na: https://www.moodys.com/loginredirect.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fviewresearchdoc.aspx%3fdocid%3dPBC_127952%26lang%3den%26cy%3dglobal
41. *The Cyprus Financial Crisis.* Economics.about.com. [online]. Dostupné na: <http://economics.about.com/od/financial-markets/a/The-Cyprus-Financial-Crisis.htm>
42. *THE FEDERAL FUNDS RATE IS THE COST OF BORROWING IMMEDIATELY AVAILABLE FUNDS, PRIMARILY FOR ONE DAY.* web.archive.org. [online]. Dostupné na: <http://web.archive.org/web/20060103014940/http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/m/fedfund.txt>
43. *THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT.* gpo.gov. [online]. Rok 2011. Dostupné na: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
44. *The Irish Crisis.* Worldfinancialreview.com. [online]. Dostupné na: <http://www.worldfinancialreview.com/?p=874>
45. *The Irish Property Bubble: Causes and Consequences.* irisheconomy.ie. [online]. Dostupné na: <http://www.irisheconomy.ie/Crisis/KellyCrisis.pdf>
46. *Trading ECONOMICS.* tradingeconomics.com. [online]. Dostupné na: <http://www.tradingeconomics.com/>
47. *Transparency International Global Corruption Barometer (GCB).* [online]. Dostupné na: <https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Finfo.worldbank.org%2Fgovernance%2Fwgi%2Fpdf%2FGCB.xlsx&ei=RfwxU9ycFpKxhAeex4CgDQ&usg=AFQjCNHQoQdw3p0Z0f1MiJ-qt-aQxYzZZg&sig2=w7LMm12IHCROL90w0gtjhw>
48. *United States Government budget deficit.* countryeconomy.com. [online]. Dostupné na: <http://countryeconomy.com/deficit/usa>
49. *Vzestup a pád ratingových agentur.* Investujeme.cz. [online]. Dostupné na: <http://www.investujeme.cz/vzestup-a-pad-ratingovych-agentur/>
50. WESSEL, David, *Did 'Great Recession' Live Up to the Name?.* wsj.com [online]. Dostupné na: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303591204575169693166352882>

Obrázky, tabulky, grafy

Obrázky

Obrázek 1: *Ratingová stupnice*

Obrázek 2: *Členění ratingů*

Obrázek 3: *Postup stanovování ratingu*

Obrázek 4: *Postup pro stanovení konečného ratingu*

Obrázek 5: *Stupnice pro členění sub-faktorů*

Obrázek 6: *Schéma udílení ratingu: ekonomická síla*

Obrázek 7: *Faktor 1: Ekonomická síla*

Obrázek 8: *Škála pro hodnocení faktoru ekonomická síla*

Obrázek 9: *Schéma ratingu – institucionální síla*

Obrázek 10: *Schéma ratingu – fiskální síla*

Obrázek 11: *Kombinace hospodářského odolnost a fiskální síla*

Tabulky

Tabulka 1: *Kombinace faktoru 1 a 2*

Tabulka 2: *Určení hodnocení finanční robustnosti*

Tabulka 3: *Závěrečné stanovení ratingu*

Tabulka 4: *Mezikrok pro získání prvního mezistupně finálního ratingu státu*

Tabulka 5: *Hodnocení rozsahu: Kombinace vládní finanční síly a riziko událostí*

Tabulka 6: *Klíč pro přiřazení hodnot ratingu a hodnocení indikátoru*

Tabulka 7: *Část tabulky Rozsah hodnocení: kombinace vládní finanční síly a riziko událostí*

Tabulka 8: *Část tabulky Finanční síla vlády: kombinace hospodářského odolnost a fiskální pevnost*

Tabulka 9: *Část tabulky Ekonomická odolnost: kombinace ekonomické síly a institucionální sílu*

Grafy

Graf 1: *Náklady na financování státního dluhu*

Graf 2: *Vývoj irského veřejného dluhu*

Graf 3: *Vývoj irského HDP*

Graf 4: *Půjčky domácnostem a soukromému, nefinančnímu sektoru – srovnání let 1997 a 2008*

Graf 5: *Vývoj půjček a vkladů (upravit)*

Graf 6: *Itálie – vývoj ratingu*

Graf 7: *Itálie – vývoj indikátoru*

Graf 8: *Řecko – vývoj ratingu*

Graf 9: *Řecko – vývoj indikátoru*

Graf 10: *Španělsko – vývoj ratingu*

Graf 11: *Španělsko – vývoj indikátoru*

Graf 12: *Irsko – vývoj ratingu*

Graf 13: *Irsko – vývoj indikátoru*

Graf 14: *Portugalsko – vývoj ratingu*

Graf 15: *Portugalsko – vývoj indikátor*

Graf 16: *Kypr – vývoj ratingu*

Graf 17: *Kypr – vývoj indikátor*

Graf 18: *Celkové srovnání - vývoj ratingu*

Graf 19: *Celkové srovnání – vývoj indikátoru*

Graf 20: *Celkové srovnání – vývoj ratingu*

Graf 21: *Celkové srovnání – vývoj indikátoru*

Graf 22: *Srovnání vývoje deficitu v USA a Řecku*

Graf 23: *Řecko – vývoj ratingu*

Graf 24: *Vývoj procentuálního poměru veřejného dluhu k HDP*

Graf 25: *Poměr státního dluhu k státním příjmům*

Graf 26: *Poměr příjmů státu k částce, vynakládané ke splácení úroků z již existujícího dluhu*

Graf 27: *Poměr placené částky za úroky z emitovaných dluhopisů k HDP*

Graf 28: *Vývoj průměrného hodnocení indikátorů faktoru 3*

Graf 29: *Průměrný růst HDP*

Graf 30: *Volatilita růstu reálného HDP*

Graf 31: *Index globální konkurence schopnosti*

Graf 32: *Nominální HDP*

Graf 33: *HDP na obyvatele*

Graf 34: *Vážený průměr hodnocení indikátorů faktoru 1*

Graf 36: *Index právního řádu*

Graf 37: *Index korupce*

Graf 38: *Průměrná inflace*

Graf 39: *Volatilita inflace*

Graf 40: *Vážený průměr indikátorů faktoru 2*

8 Přílohy

Příloha 1: Konsolidovaný přehled o operacích

Moody's Corporation Consolidated Statements of Operations (Unaudited)				
	Three Months Ended December 31,		Year Ended December 31,	
	2013	2012	2013	2012
<i>Amounts in millions, except per share amounts</i>				
Revenue	\$ 779.2	\$ 754.2	\$2,972.5	\$2,730.3
Expenses:				
Operating	221.0	221.6	822.4	795.0
Selling, general and administrative	223.0	236.4	822.1	752.2
Goodwill impairment charge	-	12.2	-	12.2
Depreciation and amortization	23.3	23.8	93.4	93.5
Total expenses	467.3	494.0	1,737.9	1,652.9
Operating income	311.9	260.2	1,234.6	1,077.4
Non-operating (expense) income, net				
Interest (expense) income, net	(23.7)	(21.6)	(91.8)	(63.8)
Other non-operating (expense) income, net	13.6	(2.2)	26.5	10.4
Total non-operating (expense) income, net	(10.1)	(23.8)	(65.3)	(53.4)
Income before provision for income taxes	301.8	236.4	1,169.3	1,024.0
Provision for income taxes	92.2	74.4	353.4	324.3
Net income	209.6	162.0	815.9	699.7
Less: net income attributable to noncontrolling interests	2.9	1.9	11.4	9.7
Net income attributable to Moody's Corporation	\$ 206.7	\$ 160.1	\$ 804.5	\$ 690.0
Earnings per share attributable to Moody's common shareholders				
Basic	\$ 0.96	\$ 0.72	\$ 3.67	\$ 3.09
Diluted	\$ 0.94	\$ 0.70	\$ 3.60	\$ 3.05
Weighted average number of shares outstanding				
Basic	214.3	223.0	219.4	223.2
Diluted	219.0	227.3	223.5	226.6

Zdroj: Moody's Investor Relations. ir.moody.com. [online]. Dostupná: <<http://ir.moody.com>> [cit. 8. 1. 2014]

Příloha 2: Tabulka hodnocení faktoru 1 – Ekonomická síla

Sub-factor Indicators	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
Average Real GDP Growth _{t-1,t+5}	>4.50	4; 4.49	3.5; 3.99	3; 3.49	2.75; 2.99	2.5; 2.74	2.25; 2.49	2; 2.24	1.75; 1.99	1.5; 1.74	1.25; 1.49	1; 1.24	0.75; 0.99	0.5; 0.74	<0.5
Volatility in Real GDP Growth _{t-1,t+5}	<0.3	0.31; 2	2.01; 2.1	2.11; 2.3	2.31; 2.4	2.41; 2.6	2.61; 2.7	2.71; 3	3.01; 3.2	3.21; 3.4	3.41; 3.6	3.61; 3.8	3.81; 4.5	4.51; 4.7	>4.7
WEF Global Competitiveness Index	>4.88	4.59; 4.88	4.51; 4.58	4.45; 4.5	4.41; 4.44	4.34; 4.4	4.26; 4.33	4.21; 4.25	4.15; 4.2	4.1; 4.14	4.02; 4.09	3.88; 4.01	3.85; 3.87	3.76; 3.84	<3.75
Nominal GDP (US\$ bn) _{t-1}	> 1,000	500; 999	400; 499	300; 399	250; 299	200; 249	175; 199	150; 174	125; 149	100; 124	75; 99	50; 74	25; 49	10; 24	< 10
GDP per capita (PPP, US\$) _{t-1}	>31,095	28,250; 31,095	24,895; 28,249	20,401; 24,894	17,724; 20,400	15,625; 17,723	13,851; 15,624	11,815; 13,850	10,320; 11,814	9,119; 10,319	7,390; 9,118	5,997; 7,389	5,093; 5,996	4,010; 5,092	<4,010
Credit Boom															0
Diversification															

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings. (s. 9)

Příloha 3: Tabulka hodnocení Faktoru 2 – Institucionální síla

FIGURE 10

Broad Rating Factors	Sub-factor Weighting (towards Factor)	Sub-Factor Indicators	Indicator Weighting (towards Sub-Factor)	Indicator Sub-Factor	Indicators																			
					VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VI+	VI	VI-					
Factor 2: Institutional Strength and Effectiveness	75%	World Bank Government Effectiveness Index	50%	World Bank Rule of Law Index	120;220	1;119	08;099	07;079	05;069	03;049	01;029	0;009	-01;001	-02;011	-03;021	-04;031	-05;041	-06;041	-07;061	-08;071	-09;071	-10;071	-11;071	-12;071
					09;099	07;089	06;069	05;059	01;049	0;009	-01;001	-03;011	-04;031	-05;041	-06;051	-07;061	-08;071	-09;071	-10;071	-11;071	-12;071			
World Bank Control of Corruption Index	25%	World Bank Control of Corruption Index	25%	World Bank Control of Corruption Index	110;240	09;109	05;089	03;049	02;029	0;019	-01;001	-02;011	-03;021	-04;031	-05;041	-06;041	-07;061	-08;071	-09;071	-10;071	-11;071	-12;071		
					09;109	05;089	03;049	02;029	0;019	-01;001	-02;011	-03;021	-04;031	-05;041	-06;041	-07;061	-08;071	-09;071	-10;071	-11;071	-12;071			
Policy Credibility and Effectiveness	25%	Inflation Volatility ⁹	50%	Inflation Volatility ⁹	13;249	12;129	11;119	1;109	0;099	08;089	07;079	06;069	05;059	04;049	03;039	02;029	01;019	0;009	-5;001	-6;001	-7;001	-8;001	-9;001	-10;001
					12;129	11;119	1;109	0;099	08;089	07;079	06;069	05;059	04;049	03;039	02;029	01;019	0;009	-5;001	-6;001	-7;001	-8;001	-9;001	-10;001	
Adjustment Factor	1-6 scores of Default	Track Record of Default	N/A	N/A	<12	12;139	14;169	17;199	2;209	21;249	25;259	26;269	27;309	31;339	34;359	36;379	38;449	45;559	56;001					
					12;139	14;169	17;199	2;209	21;249	25;259	26;269	27;309	31;339	34;359	36;379	38;449	45;559	56;001						

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings. (s. 13)

Příloha 4: Tabulka Hodnocení faktoru 3 – Fiskální síla

FIGURE 12

Broad Rating Factors	Sub-factor Rating Sub-Factor	Sub-factor Weighting (towards Factor)	Indicator Weighting (towards Sub-Factor)		Broad Rating
			Sub-Factor Indicators	Sub-Factor	
Debt Burden ¹	50%	General Government Debt/GDP	<30.1	VH+	VL-
			30.1;35	VH	
	35.1;40	VH-			
	40.1;45	H+			
	45.1;50	H			
	50.1;55	H-			
	55.1;60	M+			
	60.1;65	M			
	65.1;70	M-			
	70.1;80	L+			
80.1;90	L				
90.1;100	L-				
100.1;120	VL+				
120.1;140	VL				
>140	VL-				
Debt Affordability ¹	50%	General Government Interest Payments/Revenue	<120.1	VH+	VL-
			120.1;140.1	VH	
	140.1;160	VH-			
	160.1;180	H+			
	180.1;200	H			
	200.1;220	H-			
	220.1;240	M+			
	240.1;260	M			
	260.1;280	M-			
	280.1;320	L+			
320.1;360	L				
360.1;400	L-				
400.1;480	VL+				
480.1;560	VL				
>560	VL-				
Factor 3: Fiscal Strength	Adjustment Factors	1-6 scores	<-12	VH+	VL-
			-12;-10	VH	
	-9;-8	VH-			
	-7;-5	H+			
	-4;-2	H			
	-1;0	H-			
	0.1;2	M+			
	2.1;5	M			
	5.1;10	M-			
	10.1;15	L+			
15.1;20	L				
20.1;25	L-				
25.1;30	VL+				
30.1;35	VL				
>35	VL-				
Factor 3: Adjustment Factors	General Government Interest Payments/GDP	50%	0.0;1.6	VH+	VL-
			1.6;1.75	VH	
	1.85;2.21	VH-			
	2.25;2.5	H+			
	2.5;2.75	H			
	2.75;3.1	H-			
	3.1;3.25	M+			
	3.25;3.5	M			
	3.5;3.6;4	M-			
	4.1;4.5	L+			
4.6;5	L				
5.1;6	L-				
6.1;7	VL+				
>7	VL-				
Factor 3: Adjustment Factors	General Government Foreign Currency Debt/General Government Debt	N/A	0.0;0.05	VH+	VL-
			0.51;1	VH	
	1.01;2	VH-			
	2.01;4	H+			
	4.01;6	H			
	6.01;8	H-			
	8.01;10	M+			
	10.01;15	M			
	15.01;20	M-			
	20.01;25	L+			
25.01;30	L				
30.01;40	L-				
40.01;50	VL+				
50.01;60	VL				
>60.0	VL-				
Other Public Sector Debt	N/A				
	N/A				
Public Sector Financial Assets or Sovereign Wealth Funds	N/A				
	N/A				

Zdroj: Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings. (s. 17)

Příloha 5: Tabulka dat - vývoj ratingu agentury Moody's sledovaných zemí

Rok	Itálie	Řecko	Šlanělsko	Irsko	Portugalsko	Kypr	Usa	Velká Británie	Švýcarsko
1993	A1	Baa1	Aa2	Aa3	A1	N/A	Aaa	Aaa	Aaa
1994	A1	Baa3	Aa2	Aa2	A1	N/A	Aaa	Aaa	Aaa
1995	A1	Baa3	Aa2	Aa2	A1	N/A	Aaa	Aaa	Aaa
1996	Aa3	Baa1	Aa2	Aa2	A1	A2	Aaa	Aaa	Aaa
1997	Aa3	Baa1	Aa2	Aa1	Aa3	A2	Aaa	Aaa	Aaa
1998	Aa3	Baa1	Aa2	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
1999	Aa3	A2	Aa2	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2000	Aa3	A2	Aa2	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2001	Aa3	A2	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2002	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2003	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2004	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2005	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2006	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2007	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2007	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2008	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2009	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2009	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa2	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2009	Aa2	A2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2010	Aa2	A3	Aaa	Aa2	A1	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2010	Aa2	Ba1	Aa1	Aa2	A1	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2010	Aa2	Ba1	Aa1	Baa1	A1	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2011	A2	B1	Aa2	Baa3	A3	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2011	A2	B1	Aa2	Ba1	Baa1	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2011	A2	Caa1	A1	Ba1	Ba2	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2012	A3	C	A3	Ba1	Ba3	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2012	Baa2	C	Baa3	Ba1	Ba3	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2012	Baa2	C	Baa3	Ba1	Ba3	A2	Aaa	Aaa	Aaa
2012	Baa2	C	Baa3	Ba1	Ba3	Baa1	Aaa	Aaa	Aaa
2012	Baa2	C	Baa3	Ba1	Ba3	Aa3	Aaa	Aaa	Aaa
2013	Baa2	Caa3	Baa3	Ba1	Ba3	Ba1	Aaa	Aa1	Aaa
2013	Baa2	Caa3	Baa3	Ba1	Ba3	Ba3	Aaa	Aa1	Aaa
2013	Baa2	Caa3	Baa3	Ba1	Ba3	B3	Aaa	Aa1	Aaa
2013	Baa2	Caa3	Baa3	Ba1	Ba3	B3	Aaa	Aa1	Aaa

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: *Countryeconomy.com*. *Countryeconomy.com*. [online]. Dostupné na: <<http://countryeconomy.com/ratings/>> [cit. 10.2. 2014]

Příloha 6: Tabulka dat - vývoj procentuálního poměru státního dluhu k HDP ve sledovaných zemích

Rok	Itálie	Řecko	Španělsko	Irsko	Portugalsko	Kypr	USA	Velká Británie	Švýcarsko
1993	105,20%	80,10%	45,40%	91,40%	55,30%	N/A	64,30%	32,80%	38,00%
1994	115,60%	100,50%	56,10%	94,20%	54,40%	N/A	66,60%	37,90%	42,70%
1995	121,80%	98,50%	58,60%	88,80%	57,50%	N/A	66,20%	43,00%	45,30%
1996	121,60%	99,20%	63,30%	82,00%	59,20%	51,80%	66,10%	46,30%	47,30%
1997	120,90%	102,60%	67,40%	73,40%	58,30%	53,10%	66,30%	48,20%	49,80%
1998	118,10%	98,70%	66,10%	64,30%	54,40%	57,40%	64,70%	49,30%	51,70%
1999	114,90%	96,60%	64,10%	53,60%	50,40%	59,20%	62,20%	46,30%	54,60%
2000	113,70%	94,00%	62,30%	48,50%	49,60%	59,30%	60,20%	43,70%	51,80%
2001	109,20%	103,40%	59,30%	37,80%	48,50%	59,60%	55,90%	41,00%	51,00%
2002	108,80%	103,70%	55,50%	35,50%	51,20%	61,20%	57,30%	37,70%	49,50%
2003	105,70%	101,70%	52,50%	32,10%	53,80%	65,10%	59,50%	37,50%	52,90%
2004	104,40%	97,40%	48,70%	30,90%	55,90%	69,70%	61,30%	39,00%	53,40%
2005	103,90%	98,60%	46,20%	29,40%	57,60%	70,90%	62,70%	40,90%	52,80%
2006	106,60%	100,00%	43,00%	27,20%	62,80%	69,40%	63,30%	42,50%	50,80%
2007	103,60%	106,10%	39,60%	24,80%	63,90%	64,70%	63,90%	43,40%	45,40%
2008	106,10%	105,40%	36,10%	25,00%	68,30%	58,80%	64,80%	44,50%	41,80%
2009	116,40%	112,90%	40,20%	44,50%	71,70%	48,90%	79,00%	52,30%	39,20%
2010	119,30%	129,70%	54,00%	64,40%	83,70%	58,50%	87,10%	67,10%	37,70%
2011	120,70%	148,30%	61,70%	91,20%	94,00%	61,30%	95,20%	78,40%	36,30%
2012	127,00%	170,30%	70,50%	104,10%	108,20%	71,50%	99,40%	84,30%	35,50%
2013	132,60%	156,90%	86,00%	117,40%	124,10%	86,60%	101,60%	88,70%	35,30%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: *Public Deficit / Surplus as a Percentage of GDP in Selected Countries Around the World 2007-2014*. *gfmag.com*. [online]. Dostupné na:

<<http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12373-public-deficit-percentage-gdphtml.html#axzz2x16PESl6/>> [cit. 12..2. 2014]

Příloha 7: Tabulka dat - meziroční vývoj zadluženosti státu v poměru k HDP

Rok	Itálie	Řecko	Španělsko	Irsko	Portugalsko	Kypr	USA	Velká Británie	Švýcarsko
1993	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	N/A	0,00%	0,00%	0,00%
1994	10,40%	20,40%	10,70%	2,80%	-0,90%	N/A	2,30%	5,10%	4,70%
1995	6,20%	-2,00%	2,50%	-5,40%	3,10%	N/A	-0,40%	5,10%	2,60%
1996	-0,20%	0,70%	4,70%	-6,80%	1,70%	51,80%	-0,10%	3,30%	2,00%
1997	-0,70%	3,40%	4,10%	-8,60%	-0,90%	1,30%	0,20%	1,90%	2,50%
1998	-2,80%	-3,90%	-1,30%	-9,10%	-3,90%	4,30%	-1,60%	1,10%	1,90%
1999	-3,20%	-2,10%	-2,00%	-10,70%	-4,00%	1,80%	-2,50%	-3,00%	2,90%
2000	-1,20%	-2,60%	-1,80%	-5,10%	-0,80%	0,10%	-2,00%	-2,60%	-2,80%
2001	-4,50%	9,40%	-3,00%	-10,70%	-1,10%	0,30%	-4,30%	-2,70%	-0,80%
2002	-0,40%	0,30%	-3,80%	-2,30%	2,70%	1,60%	1,40%	-3,30%	-1,50%
2003	-3,10%	-2,00%	-3,00%	-3,40%	2,60%	3,90%	2,20%	-0,20%	3,40%
2004	-1,30%	-4,30%	-3,80%	-1,20%	2,10%	4,60%	1,80%	1,50%	0,50%
2005	-0,50%	1,20%	-2,50%	-1,50%	1,70%	1,20%	1,40%	1,90%	-0,60%
2006	2,70%	1,40%	-3,20%	-2,20%	5,20%	-1,50%	0,60%	1,60%	-2,00%
2007	-3,00%	6,10%	-3,40%	-2,40%	1,10%	-4,70%	0,60%	0,90%	-5,40%
2008	2,50%	-0,70%	-3,50%	0,20%	4,40%	-5,90%	0,90%	1,10%	-3,60%
2009	10,30%	7,50%	4,10%	19,50%	3,40%	-9,90%	14,20%	7,80%	-2,60%
2010	2,90%	16,80%	13,80%	19,90%	12,00%	9,60%	8,10%	14,80%	-1,50%
2011	1,40%	18,60%	7,70%	26,80%	10,30%	2,80%	8,10%	11,30%	-1,40%
2012	6,30%	22,00%	8,80%	12,90%	14,20%	10,20%	4,20%	5,90%	-0,80%
2013	5,60%	-13,40%	15,50%	13,30%	15,90%	15,10%	2,20%	4,40%	-0,20%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 6.

Příloha 8: Tabulka dat - průměr meziročního vývoje zadluženosti státu v poměru k HDP časové řady t-4 až t+1

Rok	Itálie	Řecko	Španělsko	Irsko	Portugalsko	Kypr	USA	Velká Británie	Švýcarsko
1998	1,62%	2,75%	3,12%	-6,30%	-0,82%	14,80%	-0,35%	2,25%	2,77%
1999	-0,32%	-1,08%	1,03%	-7,62%	-0,80%	11,86%	-1,07%	0,97%	1,52%
2000	-2,10%	0,82%	0,12%	-8,50%	-1,50%	9,93%	-1,72%	-0,33%	0,95%
2001	-2,13%	0,75%	-1,30%	-7,75%	-1,33%	1,57%	-1,47%	-1,43%	0,37%
2002	-2,53%	-0,15%	-2,48%	-6,88%	-0,75%	2,00%	-1,13%	-1,78%	0,52%
2003	-2,28%	-0,22%	-2,90%	-5,57%	0,25%	2,05%	-0,57%	-1,72%	0,28%
2004	-1,83%	0,33%	-2,98%	-4,03%	1,20%	1,95%	0,08%	-0,90%	-0,30%
2005	-1,18%	1,00%	-3,22%	-3,55%	2,20%	1,68%	0,52%	-0,20%	-0,17%
2006	-0,93%	0,45%	-3,28%	-2,17%	2,57%	0,85%	1,33%	0,40%	-0,93%
2007	-0,45%	0,28%	-3,23%	-1,75%	2,85%	-0,40%	1,25%	1,13%	-1,28%
2008	1,78%	1,87%	-2,05%	2,07%	2,98%	-2,70%	3,25%	2,47%	-2,28%
2009	2,48%	5,38%	0,88%	5,58%	4,63%	-1,87%	4,30%	4,68%	-2,62%
2010	2,80%	8,28%	2,58%	10,30%	6,07%	-1,60%	5,42%	6,25%	-2,75%
2011	3,40%	11,72%	4,58%	12,82%	7,57%	0,35%	6,02%	6,97%	-2,55%
2012	4,83%	8,47%	7,73%	15,43%	10,03%	3,65%	6,28%	7,55%	-1,68%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 7

Příloha 9: Tabulka dat - ohodnocení průměru meziročního vývoje zadluženosti státu v poměru k HDP časové řady t-4 až t+1 dle metodologie 2013

Rok	Itálie	Řecko	Španělsko	Irsko	Portugalsko	Kypr	USA	Velká Británie	Švýcarsko
1998	M+	M	M	H+	H-	L+	H-	M	M
1999	H	H-	M+	H+	H-	L+	H-	M+	M+
2000	H	M+	M+	VH-	H-	M-	H-	H-	M+
2001	H	M+	H-	H+	H-	M+	H-	H-	M+
2002	H	H-	H	H+	H-	M	H-	H-	M+
2003	H	H-	H	H+	H-	M	M+	H-	M+
2004	H-	M+	H	H	M+	M+	M+	H-	H-
2005	H-	M+	H	H	M	M+	M+	H-	H-
2006	H-	M+	H	H	M	M+	M+	M+	H-
2007	H-	M+	H	H-	M	H-	M+	M+	H-
2008	M+	M+	H	M+	M	H-	M	M	H
2009	M	M-	M+	M-	M	H-	M	M	H
2010	M	M-	M	L+	M-	H-	M-	M-	H
2011	M	L+	M	L+	M-	M+	M-	M-	H
2012	M	M-	M-	L	L+	M	M-	M-	H-

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 8

Příloha 10: Tabulka dat - deficit veřejných financí USA a Řecka

Deficit veřejných financí		
Rok	Řecko	USA
2003	-5,60%	-4,73%
2004	-7,50%	-4,24%
2005	-5,20%	-3,08%
2006	-5,70%	-1,97%
2007	-6,80%	-2,90%
2008	-9,90%	-6,60%
2009	-15,60%	-11,90%
2010	-10,80%	-11,40%
2011	-9,50%	-10,20%
2012	-6,90%	-8,50%
2013	-5,60%	-6,80%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Greece Government budget deficit.countryeconomy.com., gfmag.com. [online]. Dostupné na: <<http://countryeconomy.com/deficit/greece>> [cit. 12..2. 2014]

a

United States Government budget deficit.countryeconomy.com. [online]. Dostupné na: <<http://countryeconomy.com/deficit/usa>> [cit. 12..2. 2014]

Příloha 11: Tabulka dat - Světová banka - index vládní efektivity

World Bank Government Effectiveness Index		
Rok	Řecko	USA
2003	0,75	1,61
2004	0,83	1,8
2005	0,72	1,57
2006	0,72	1,56
2007	0,62	1,59
2008	0,64	1,54
2009	0,58	1,4
2010	0,52	1,44
2011	0,48	1,41
2012	N/A	N/A
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Transparency International Global Corruption Barometer (GCB). [online]. Dostupné na:

<https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Finfo.worldbank.org%2Fgovernance%2Fwgi%2Fpdf%2FGCB.xlsx&ei=RfwxU9ycFpKxhAeex4CgDQ&usg=AFQjCNHQoQdw3p0Z0f1MiJ-qt-aQxYzZZg&sig2=w7LMm12IHCR0L90w0gtjhw> [cit. 10.2. 2014]

Příloha 12: Tabulka dat – ohodnocení indexu vládní efektivity

World Bank Rule of Law Index		
Rok	Řecko	USA
2003	H-	VH+
2004	H-	VH+
2005	H-	VH+
2006	H-	VH+
2007	H-	VH+
2008	H-	VH+
2009	M+	VH+
2010	M-	VH+
2011	H	VH+
2012	H-	VH+
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 11

Příloha 13: Tabulka dat - Světová banka – index vymahatelnosti práva

World Bank Rule of Law Index		
Rok	Řecko	USA
2003	0,42	1,73
2004	0,49	1,79
2005	0,38	1,52
2006	0,36	1,27
2007	0,26	1,29
2008	0,1	1,45
2009	0,05	1,16
2010	-0,12	1,23
2011	0,55	1,61
2012	0,39	1,60
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. Moody's Statistical Handbooka – Country.

Příloha 14: Tabulka dat – ohodnocení index vymahatelnosti práva

World Bank Rule of Law Index		
Rok	Řecko	USA
2003	H-	VH+
2004	H-	VH+
2005	H-	VH+
2006	H-	VH+
2007	H-	VH+
2008	H-	VH+
2009	M+	VH+
2010	M-	VH+
2011	H	VH+
2012	H-	VH+
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 13

..

Příloha 15: Tabulka dat – Světová banka – index korupce

World Bank of Corruption Index		
Rok	Řecko	USA
2003	0,42	1,77
2004	0,49	1,86
2005	0,37	1,53
2006	0,35	1,32
2007	0,25	1,34
2008	0,10	1,41
2009	0,01	1,26
2010	-0,16	1,26
2011	-0,18	1,27
2012	-0,25	1,38
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. Moody's Statistical Handbooka – Country.

Příloha 16: Tabulka dat – ohodnocení indexu korupce

World Bank of Corruption Index		
Rok	Řecko	USA
2003	H+	VH+
2004	H+	VH+
2005	H+	VH+
2006	H+	VH+
2007	H	VH+
2008	H-	VH+
2009	H-	VH+
2010	M	VH+
2011	M	VH+
2012	M-	VH+
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 15

Příloha 17: Tabulka dat – průměrná inflace

Average Inflation		
Rok	Řecko	USA
2003	3,30%	2,83%
2004	3,16%	2,57%
2005	3,32%	2,40%
2006	3,31%	2,43%
2007	3,10%	2,48%
2008	3,05%	2,50%
2009	3,07%	2,48%
2010	3,00%	2,35%
2011	2,97%	2,20%
2012	2,98%	2,07%
2013	2,69%	1,63%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. Moody's Statistical Handbooka – Country.

Příloha 18: Tabulka dat – ohodnocení průměrné inflace

Average Inflation		
Rok	Řecko	USA
2003	VH-	VH
2004	VH-	VH
2005	VH-	VH+
2006	VH-	VH+
2007	VH-	VH+
2008	VH-	VH
2009	VH-	VH+
2010	VH-	VH+
2011	VH	VH+
2012	VH	VH+
2013	VH	VH+

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 17

Příloha 19: Tabulka dat – volatilita inflace

Inflation volatility		
Rok	Řecko	USA
2003	2,88%	0,58%
2004	2,24%	0,59%
2005	1,67%	0,65%
2006	0,88%	0,68%
2007	0,59%	0,68%
2008	0,44%	0,67%
2009	0,78%	1,21%
2010	0,92%	1,21%
2011	0,92%	1,22%
2012	1,07%	1,20%
2013	1,13%	1,27%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí příloh

Příloha 20: Tabulka dat – ohodnocení volatilita inflace

Inflation volatility		
Rok	Řecko	USA
2003	M-	VH+
2004	H-	VH+
2005	VH-	VH+
2006	VH+	VH+
2007	VH+	VH+
2008	VH+	VH+
2009	VH+	VH
2010	VH+	VH
2011	VH+	VH
2012	VH+	VH
2013	VH+	VH

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 19

Příloha 21: Tabulka dat – průměrný růst reálného HDP

Average Real GDP Growth		
Rok	Řecko	USA
2003	4,05	2,96
2004	3,69	2,48
2005	3,04	1,68
2006	2,10	1,51
2007	0,97	1,61
2008	-0,01	1,66
2009	-1,13	1,62
2010	-1,74	1,42
2011	-2,25	1,21
2012	-3,36	1,00
2013	-4,50	0,85

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Trading ECONOMICS. [tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com). [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com>> [cit. 10.2. 2014]

Příloha 22: Tabulka dat – ohodnocení průměrného růstu reálného HDP

Average Real GDP Growth		
Rok	Řecko	USA
2003	VH	H
2004	VH-	M+
2005	H+	L+
2006	M	L+
2007	VL+	L+
2008	VL-	L+
2009	VL-	L+
2010	VL-	L
2011	VL-	L-
2012	VL-	L-
2013	VL-	VL

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 21

Příloha 23: Tabulka dat – vládní dluh / HDP (%)

General Government Debt/ HDP (%)		
Rok	Řecko	USA
2003	101,70%	59,50%
2004	97,40%	61,30%
2005	98,60%	62,70%
2006	100,00%	63,30%
2007	106,10%	63,90%
2008	105,40%	64,80%
2009	112,90%	79,00%
2010	129,70%	87,10%
2011	148,30%	95,20%
2012	170,30%	99,40%
2013	156,90%	101,60%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Trading ECONOMICS. [tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com). [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com/>> [cit. 10.2. 2014]

Příloha 24: Tabulka dat – ohodnocení vládní dluh / HDP (%)

General Government Debt/ DP (%)		
Rok	Řecko	USA
2003	VL+	M+
2004	L-	M
2005	L-	M
2006	VL+	M
2007	VL+	M
2008	VL+	M
2009	VL+	L+
2010	VL	L
2011	VL-	L-
2012	VL-	L-
2013	VL-	VL+

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 23

Příloha 25: Tabulka dat – dluh vládních institucí / příjmy vládních institucí

General Government Debt/ General Government Revenue		
Rok	Řecko	USA
2003	2,50	1,68
2004	2,60	1,94
2005	2,60	1,86
2006	2,74	1,77
2007	2,63	1,75
2008	2,78	1,93
2009	3,38	2,59
2010	3,65	2,87
2011	4,02	2,99
2012	3,51	3,17
2013	4,12	3,13

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Trading ECONOMICS. tradingeconomics.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com/>> [cit. 10.2. 2014]

Příloha 26: Tabulka dat – dluh vládních institucí / příjmy vládních institucí

General Government Debt/ General Government Revenue		
Rok	Řecko	USA
2003	M	H+
2004	M	H
2005	M	H
2006	M-	H+
2007	M-	H+
2008	M-	H
2009	L	M
2010	L-	L+
2011	VL+	L+
2012	L	L+
2013	VL+	L+

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 25

Příloha 27: Tabulka dat – poměr příjmů státu k částce, vynakládané ke splácení úroků z již existujícího dluhu

General Government Interest Payment/ General Government Revenue		
Rok	Řecko	USA
2003	0,128	0,072
2004	0,127	0,072
2005	0,120	0,073
2006	0,119	0,074
2007	0,118	0,078
2008	0,126	0,078
2009	0,134	0,073
2010	0,146	0,073
2011	0,170	0,078
2012	0,112	0,075
2013	0,088	0,073

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Trading ECONOMICS. tradingeconomics.com. [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com/>> [cit. 11.2. 2014]

Příloha 28: Tabulka dat – ohodnocení poměru příjmů státu k částce, vynakládané ke splácení úroků z již existujícího dluhu

General Government Interest Payment/ General Government Revenue		
Rok	Řecko	USA
2003	M	VH-
2004	M	VH-
2005	M+	VH-
2006	M+	VH-
2007	M+	VH-
2008	M	VH-
2009	M-	VH-
2010	L+	VH-
2011	L	VH-
2012	M+	VH-
2013	H+	VH-

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 28

Příloha 29: Tabulka dat – poměr placené částky za úroky z emitovaných dluhopisů k HDP

General Government Interest Payments/ GDP		
Rok	Řecko	USA
2003	5,00%	2,86%
2004	4,84%	2,71%
2005	8,01%	2,79%
2006	4,67%	3,03%
2007	4,81%	3,06%
2008	5,13%	3,16%
2009	5,14%	2,74%
2010	5,93%	2,86%
2011	7,20%	3,01%
2012	5,00%	2,29%
2013	3,77%	2,55%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z *Interest Expense on the Debt Outstanding*. treasurydirect.gov.[online]. Dostupné na <https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir_expense.htm>[20.2.2014].

Příloha 30: Tabulka dat – ohodnocení poměru placené částky za úroky z emitovaných dluhopisů k HDP

General Government Interest Payments/ GDP		
Rok	Řecko	USA
2003	L-	M+
2004	L-	H-
2005	VL-	M+
2006	L-	M
2007	L-	M
2008	VL+	H-
2009	VL+	M+
2010	VL+	M+
2011	VL-	M+
2012	L-	H+
2013	L+	H

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 29

Příloha 31: Tabulka dat - volatilita růstu reálného HDP

Volatility in Real GDP Growth		
Rok	Řecko	USA
2003	1,188323	1,302348
2004	1,092449	1,282749
2005	1,060666	1,268464
2006	1,075174	1,27087
2007	1,080381	1,245615
2008	1,727201	1,523009
2009	2,761722	2,143621
2010	3,662422	1,992458
2011	4,572636	1,983515
2012	5,022051	1,995105
2013	4,801632	1,980348

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozích příloh

Příloha 32: Tabulka dat – ohodnocení volatility růstu reálného HDP

Volatility in Real GDP Growth		
Rok	Řecko	USA
2003	VH	VH
2004	VH	VH
2005	VH	VH
2006	VH	VH
2007	VH	VH
2008	VH	VH
2009	M	VH-
2010	L-	VH
2011	VL	VH
2012	VL-	VH
2013	VL-	VH

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 31

Příloha 33: Tabulka dat – nominální HDP

Nominal GDP (US\$ bil.)		
Rok	Řecko	USA
2003	170,6	11061,2
2004	212,7	11497,7
2005	235,3	12238,1
2006	251,2	13000,1
2007	284,0	13703,0
2008	324,4	14160,2
2009	332,5	14132,6
2010	308,5	14236,3
2011	292,6	14787,3
2012	269,7	15380,3
2013	244,6	15998,5

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Trading ECONOMICS. [tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com). [online]. Dostupné na: <<http://www.tradingeconomics.com>> [cit.22.2. 2014]

Příloha 34: Tabulka dat – ohodnocení nominálního HDP

Nominal GDP (US\$ bil.)		
Rok	Řecko	USA
2003	M	VH+
2004	H-	VH+
2005	H-	VH+
2006	H	VH+
2007	H	VH+
2008	H+	VH+
2009	H+	VH+
2010	H+	VH+
2011	H	VH+
2012	H	VH+
2013	H-	VH+

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 31

Příloha 35: Tabulka dat – index globální konkurenceschopnosti

Global Competitiveness index		
Rok	Řecko	USA
2003	N/A	N/A
2004	4,56	5,82
2005	4,45	5,72
2006	4,33	5,61
2007	4,08	5,67
2008	4,11	5,74
2009	4,04	5,59
2010	3,99	5,43
2011	3,92	5,43
2012	3,86	5,47
2013	3,93	5,48

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. Moody's Statistical Handbooka – Country.

Příloha 36: Tabulka dat – ohodnocení indexu globální konkurence schopnosti

Global Competitiveness index		
Rok	Řecko	USA
2003	N/A	N/A
2004	VH	VH+
2005	H+	VH+
2006	M+	VH+
2007	L	VH+
2008	L+	VH+
2009	L-	VH+
2010	L-	VH+
2011	L-	VH+
2012	VL+	VH+
2013	L-	VH+

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 35

Příloha 37: Tabulka dat – HDP na obyvatele

GDP per capita (PPP, US\$)		
Rok	Řecko	USA
2003	21,954	38,200
2004	23,184	39,259
2005	24,105	41,404
2006	25,541	43,570
2007	27,238	45,486
2008	28,674	46,555
2009	29,403	46,033
2010	28,361	45,959
2011	26,689	47,362
2012	25,858	48,112
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: Interní zdroj společnosti Moody's. KAMOVITZ, Rebecca a MERINO Renzo. Moody's Statistical Handbooka – Country.

Příloha 38: Tabulka dat – ohodnocení HDP na obyvatele

GDP per capita (PPP, US\$)		
Rok	Řecko	USA
2003	H+	VH+
2004	H+	VH+
2005	H+	VH+
2006	H-	VH+
2007	H-	VH+
2008	VH	VH+
2009	VH	VH+
2010	VH	VH+
2011	VH-	VH+
2012	VH-	VH+
2013	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z předchozí přílohy č. 37

Příloha 39: Tabulka dat – Výsledné hodnocení faktoru 3 – fiskální síla, získané na základě aritmetického průměru jednotlivých indikátorů

Rok	Řecko				Řecko - průměr	Rok	USA				USA - průměr
2003	3	8	8	4	5,75	2003	9	12	13	9	10,75
2004	4	8	8	4	6	2004	8	11	13	10	10,5
2005	4	8	9	1	5,5	2005	8	11	13	9	10,25
2006	3	7	9	4	5,75	2006	8	12	13	8	10,25
2007	3	7	9	4	5,75	2007	8	12	13	8	10,25
2008	3	7	8	3	5,25	2008	8	11	13	10	10,5
2009	3	5	7	3	4,5	2009	6	8	13	9	9
2010	2	4	6	3	3,75	2010	5	6	13	9	8,25
2011	1	3	5	1	2,5	2011	4	6	13	9	8
2012	1	5	9	4	4,75	2012	4	6	13	12	8,75
2013	1	3	12	6	5,5	2013	3	6	13	11	8,25

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z tabulek č. 12, 14, 16, 18

Příloha 40: Tabulka hodnocení faktoru – Náchylnost země k rizikovým událostem

FIGURE 14

Broad Rating Factors	Sub-factor Weighting (towards Factor)	Sub-Factor Indicators	Indicator Sub-factors	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL-
Political Risk	Max. function	Domestic Political Risk	World Bank Voice and Accountability Index														
			CDI7 per capita														
Government Liquidity Risk	Max. function	Fundamental Metrics	Core Borrowing Requirements/ GDP	>40	37.6; 40	35.1; 37.5	32.6; 35	30.1; 32.5	27.6; 30	25.1; 27.5	22.6; 25	20.1; 22.5	17.6; 20	15.1; 17.5	12.6; 15	10.1; 12.5	5.1; 10
			Non-Resident Share of General Government Debt	95.1; 100	90.1; 95	85.1; 90	80.1; 85	75.1; 80	70.1; 75	65.1; 70	60.1; 65	55.1; 60	50.1; 55	45.1; 50	40.1; 45	35.1; 40	30.1; 35
Factor 4: Susceptibility to Event Risk	Max. function	Market Funding Stress	Market Implied Ratings	CaB1; Ca	Ca2	Ca1	B3	B2	B1	B3	B2	B1	B3	B2	B1	A3	A1-A2
			Strength of Banking System (RCA)	10; 12.5	12.6; 15	15.1; 20	20.1; 25	25.1; 30	30.1; 35	35.1; 40	40.1; 45	45.1; 50	50.1; 55	55.1; 60	60.1; 65	65.1; 70	70.1; 75
Banking Sector Risk	Max. function	Size of Banking System	Total Domestic Bank Assets/ GDP	>2119	1644; 2119	1394; 1643	1223; 1393	116; 122	96.1; 115.9	86.1; 96	79.6; 86	71.9; 79.5	67.6; 71.8	62.6; 75	54.6; 61.9	50.5; 53.9	44.9; 50.4
			Funding Vulnerabilities Ratio	>300.0	250.1; 300	225.1; 250	200.1; 225	180.1; 200	160.1; 180	140.1; 160	120.1; 140	100.1; 120	90.1; 100	80.1; 90	70.1; 80	60.1; 70	50.1; 60
External Vulnerability Risk	Max. function	External Vulnerability Indicator (EV)	Current Account Balance + FDI Inflow/ GDP	<40.0	-40; -35	-34.9; -30	-29.9; -25	-24.9; -20	-19.9; -15	-14.9; -10	-9.9; -8	-7.9; -6	-5.9; -5	-4.9; -4	-3.9; -3	-2.9; -2	-1.9; -1
			Net International Investment Position/ GDP	>-350	-299.9; -350	-249.9; -300	-199.9; -250	-149.9; -200	-99.9; -150	-74.9; -100	-49.9; -75	-24.9; -50	0.1; -25	10.1; 0	20.1; 10	30.1; 20	40.1; 30

Interní zdroj společnosti Moody's. HOMUNG, Dietmar a BYRNE, J. Thomas a ROBINSON, Matt. Sovereign Bond Ratings. 2013. (s.21)