

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ



Studijní obor: Finance

**SUVERÉNNÍ ENTITY – FINANCOVÁNÍ, KREDITNÍ
RIZIKO A RATING**

.....
(diplomová práce)

Autor: Bc. Jan Navrátil

Vedoucí práce: Ing. Naděžda Blahová, Ph.D.

Garantující pracoviště: Katedra měnové teorie a politiky

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a vyznačil všechny citace z pramenů.

V Praze dne

Abstrakt:

Doznívající dluhová krize eurozóny vzbudila otázku o suverénním riziku vyspělých států. Pochopení faktorů, které toto riziko ovlivňují, je klíčové, aby se podobné krizi financování veřejného dluhu dalo předejít v budoucnu. Hlavním cílem této práce je tedy identifikovat, které faktory ovlivňují financování suverénních entit a jak vznikají problémy refinancování veřejného dluhu. Tento cíl je realizován analýzou vývoje dluhové krize a jejích příčin v zemích GIPS.

Klíčová slova: fiskální udržitelnost, veřejný dluh, suverénní rating, dluhová krize, eurozóna, GIPS

Abstract:

The echoes of Eurozone debt crisis brought into question the sovereign risk of advanced economies. Understanding factors that influence this risk is key to avoid similar crisis of public debt financing in the future. The main aim of this thesis is to identify which factors influence sovereign entity financing and how the problems of public debt financing arise. This is reached through analysis of debt crisis development and its causes in the GIPS economies.

Keywords: fiscal sustainability, public debt, sovereign rating, debt crisis, Eurozone, GIPS

Poděkování:

Předně bych chtěl poděkovat svojí vedoucí diplomové práce, dr. Blahové, za nasměrování práce tím správným směrem, když se zdálo, že není cesty dál.

Zároveň chci poděkovat svým rodičům a kamarádům za podporu a trpělivost se mnou, když jsem byl v největším stresu.

Rád bych poděkoval i mému minulému já za to, že i v nejtěžších chvílích jsem zasedl a psal.

OBSAH

Seznam ilustrací.....	6
Úvod	7
1. Suverénní entity a jejich financování.....	9
1.1 Fiskální politika	10
1.2 Fiskální nerovnováha	12
1.3 Fiskální udržitelnost	13
1.4 Financování veřejného dluhu	14
1.5 Suverénní default	16
2. Suverénní kreditní riziko	18
2.1 Kreditní riziko	18
2.2 Suverénní riziko jako specifická forma kreditního rizika	20
2.3 Přístupy k suverénnímu riziku	23
3. Suverénní rating	26
3.1 Kreditní rating	26
3.2 Moderní ratingové agentury	28
3.3 Konstrukce ratingu	30
3.4 Ratingové škály	32
3.5 Specifika suverénního ratingu	34
4. Fiskální nerovnováha v zemích GIPS.....	41
4.1 Rozpočtové saldo/Deficit	42
4.2 Úspory	43
4.3 Investice	44
4.4 Výkonová bilance	45
4.5 Udržitelnost dluhového financování	46
5. Rating v jednotlivých zemích GIPS a jeho faktory.....	48
5.1 Řecko.....	48
5.2 Irsko.....	54
5.3 Španělsko	59
5.4 Portugalsko	64
6. Dopady dluhové krize do zdrojů financování zemí GIPS.....	70
Závěr	77
Reference	79

SEZNAM ILUSTRACÍ

Ilustrace 01: Zjednodušené schéma čtyřsektorové ekonomiky	10
Ilustrace 02: Přístupy k rizikové události	23
Ilustrace 03: Možné klasifikace ratingu	27
Ilustrace 04: Vývoj tržeb Big Three	29
Ilustrace 05: Proces tvorby kreditního ratingu	30
Ilustrace 06: Ratingové škály Big Three včetně investičních kategorií	33
Ilustrace 07: Korelace HDP/obyv. (2008) a připisovaného ratingu dané zemi	36
Ilustrace 08: Korelace % Δ HDP/obyv. (2008) a připisovaného ratingu.....	36
Ilustrace 09: Vztah deficit/HDP a uděleného ratingu	38
Ilustrace 10: Vývoj deficitů zemí GIPS	42
Ilustrace 11: Úspory domácností v zemích GIPS jako % HDP	43
Ilustrace 12: Míra hrubých privátních investic zemí GIPS (v % HDP)	44
Ilustrace 13: Vývoj výkonové bilance zemí GIPS v poměru k HDP.....	45
Ilustrace 14: Vývoj Inflace v zemích GIPS (% meziroční změna CPI)	47
Ilustrace 15: Vývoj řeckého ratingu	48
Ilustrace 16: Vývoj deficitů a veřejného dluhu Řecka.....	49
Ilustrace 17: Vývoj reálného HDP Řecka (v % změnách).....	50
Ilustrace 18: Vývoj výnosu z řeckých vládních dluhopisů	52
Ilustrace 19: Vývoj sovereign ratingu Irska	54
Ilustrace 20: Vývoj reálného HDP v Irsku (v % změnách).....	55
Ilustrace 21: Vývoj deficitu irské vlády a veřejného dluhu Irska.....	56
Ilustrace 22: Vývoj výnosu z 10letých irských vládních dluhopisů.....	57
Ilustrace 23: Vývoj španělského ratingu	59
Ilustrace 24: Vývoj reálného HDP Španělska (v % změnách)	61
Ilustrace 25: Vládní deficit a veřejný dluh Španělska.....	62
Ilustrace 26: Vývoj výnosu z 10letých španělských vládních dluhopisů	62
Ilustrace 27: Vývoj sovereign ratingu Portugalska.....	64
Ilustrace 28: Vývoj reálného HDP Portugalska (v % změnách)	66
Ilustrace 29: Vývoj deficitu portugalské vlády a veřejného dluhu Portugalska	67
Ilustrace 30: Vývoj výnosu z 10 letých vládních dluhopisů Portugalska	68
Ilustrace 31: Rozložení vládního dluhu podle vlastníků (konec roku 2011)	70
Ilustrace 32: Vývoj podílu zahraničních investorů v zemích eurozóny	73
Ilustrace 33: HSE a změny struktury investorů do vládních dluhopisů.....	74

Přestože se zdá, že dluhová krize v eurozóně se blíží ke svému konci, téma jejího vzniku a faktorů, které ji vyvolaly, je stále aktuální. Pochopení nám může pomoci vyhnout se podobné situaci v budoucnu. Nehledě na to, že financování a riziko suverénních entit není výhradně vázáno na evropské prostředí a bylo, je a bude problémem, který se může projevit v jakékoliv zemi na světě.

Hlavním cílem této práce je tedy identifikovat, které faktory ovlivňují financování suverénní entity (resp. státu) a jak vznikají problémy refinancování veřejného dluhu. Tento cíl je realizován analýzou vývoje dluhové krize a jejích příčin v zemích GIPS. Pokud identifikujeme tyto klíčové faktory krize, můžeme se poučit pro budoucí zamezení podobného vývoje v ostatních ekonomikách. Nehledě na to, že v prostředí měnové unie je pro zachování všeobecné stability nutné zajistit stabilitu jednotlivých zemí.

Práce vychází z českých i zahraničních zdrojů v angličtině a španělštině, které pokrývají problematiku dluhové krize (komplexně i v jednotlivých zemích), vznik a strukturu veřejného dluhu a metodiky ratingu a jeho dopad. V první kapitole se vychází především z českých monografií, které uvádí základní makroekonomické modely a identity. Anglická literatura je využita především pro následující kapitoly teoretické části a jako doplněk ke kapitole první. V praktické části je využita výhradně zahraniční literatura (anglická a španělská) v podobě odborných článků a studií, které popisují faktory dluhové krize v zemích GIPS. Podpůrné grafy byly většinou zpracovány autorem, vycházejí ale primárně ze statistik databáze OECD, Eurostat a serverů tradingeconomics.com a investing.com.

Strukturou je práce rozdělena do šesti kapitol. První tři kapitoly slouží jako teoreticko-metodologická exkurze do problematiky. První kapitola se věnuje fiskální politice, vzniku fiskální nerovnováhy a podmínkám udržitelnosti veřejného dluhu. Následně se zaměřuje na to, jak je veřejný dluh financován a co v praxi znamená suverénní default a jaká jsou specifika, která ho odlišují

od běžného defaultu firmy. Druhá kapitola navazuje na problematiku suverénního defaultu a zabývá se suverénním rizikem jako specifickou formou kreditního rizika a možnostmi, jak k takovému riziku přistupovat. Třetí, a poslední teoretická kapitola, se věnuje ratingovým agenturám, kreditnímu ratingu a jeho konstrukci se zaměřením na specifika suverénního ratingu a jeho kritéria.

Následují tři kapitoly praktické části, které zkoumají předcházející teoretické předpoklady na zemích eurozóny v dluhové krizi, konkrétně na zemích GIPS. Kapitola čtyři se soustředí na vývoj makroekonomických veličin zemí GIPS z hlediska vzniku fiskální nerovnováhy a zkoumá, jak se tato nerovnováha přenášela do identity sektorové rovnováhy a do podmínky udržitelnosti veřejného dluhu. Pátá kapitola následně zkoumá vývoj suverénního ratingu zemí GIPS v době dluhové krize a odhaluje faktory, které ke změnám ratingu přispěly. Závěrečná, šestá, kapitola pohlíží na strukturu poptávky (zdrojů) financování a zkoumá, jak se dluhová krize a vývoj ratingu zemí GIPS promítal do složení investorské báze.

Tato práce skýtá jedno významné omezení, a to je nezahrnutí Itálie do zkoumaného vzorku. Rozhodl jsem se ji nezařadit, přestože splňuje podobná kritéria jako např. Španělsko. Nicméně při pohledu na ne příliš turbulentní vývoj jejího ratingu v kombinaci s průběhem reálného HDP, kde se střídalo období růstu s propadem, na rozdíl od dlouhodobého španělského propadu, nevypadala italská krize více atraktivní ke zkoumání.

1. SUVERÉNNÍ ENTITY A JEJICH FINANCOVÁNÍ

Tato úvodní kapitola se věnuje financování suverénních entit; konkrétně vymezuje suverénní entity, nastiňuje, jak vzniká krátkodobá a dlouhodobá fiskální nerovnováha, a představuje způsoby, jakými je tato nerovnováha profinancována.

V ústředí pojmu suverénní entita stojí pojem suverenita. Její vymezení se v odborné literatuře liší. Obecně lze suverenitu (česky též svrchovanost) definovat jako schopnost dané entity kontrolovat své vnitřní prostředí a ochraňovat jej před vnějšími vlivy. Jde tedy o jakýsi projev nezávislosti a kontroly. Pojem suverenita se nejčastěji váže ke státům a jejich schopnosti ovládat (de iure i de facto) své území a potažmo vše, co se v daném prostoru nachází. Za tuto kontrolu ale státům přináleží povinnost své území (resp. své rezidenty) ochraňovat před zahraničními subjekty a jejich vlivy. Za suverénní entitu tedy tato práce považuje stát, který výše zmíněné podmínky splňuje [1].

Stát jako subjekt může samozřejmě vstupovat do různých kontraktů finanční povahy. Navenek je pak v těchto operacích reprezentován centrální vládou jakožto ústředním orgánem výkonné moci a sítí samosprávných celků. Primárním cílem vlády suverénního státu je zajistit bezpečnost vnější i vnitřní. Se státní suverenitou jsou ale spojeny určité náklady. Ty by obecně měly být pokryty z daní a jiných příspěvků státu, které vláda vybere.

Jedním z cílů vlády tedy je zajistit prosperující ekonomiku, která se promítne do dostatečných příjmů, jež pokryjí následné výdaje. Tomuto ovlivňování makroekonomických veličin se obecně říká fiskální politika, která je jednou ze složek hospodářské politiky státu (spolu s monetární politikou vykonávanou centrální bankou). Primární veličinou zájmu pro vládu většinou bývá vývoj nezaměstnanosti (a přeneseně produktu). Fiskální politika by se z hlediska ekonomického cyklu měla chovat proticyklicky, kdy by v době expanze měla růst spíše brzdít a v době krize ekonomiku stimulovat pro zamezení velkého propadu [2].

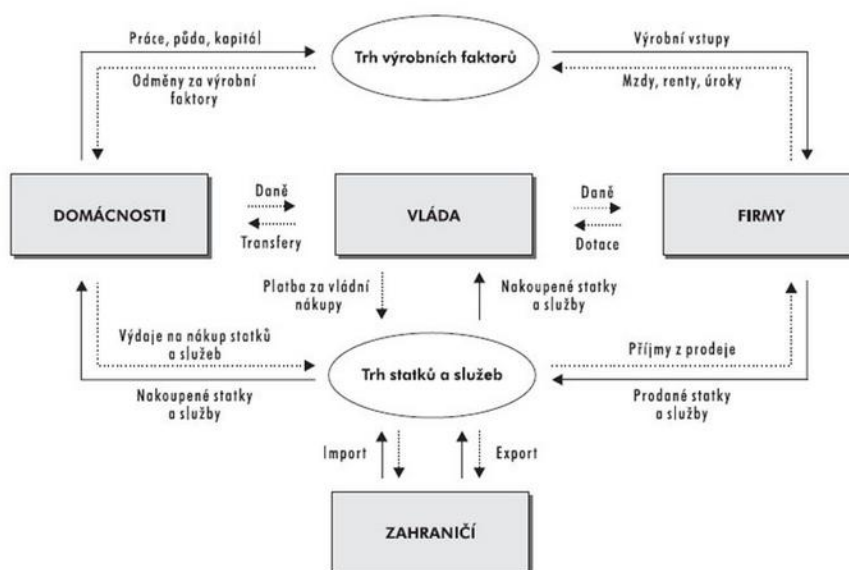
Fiskální politika však často reaguje zpožděně a procyklicky, neboť podléhá jinému, neekonomickému vývoji, konkrétně politickému cyklu. Tlumení ekonomiky se může stát z hlediska veřejného mínění rychle nepopulární, což nemusí plně korespondovat s cílem politického cyklu - být znovu zvolen. Proto fiskální politika i v době expanze tíhne k vyšším výdajům a nižším příjmům, ač by se měla chovat přesně obráceně, aby se ekonomika uměle nepřehřívala [3].

1.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

V základním makroekonomickém modelu rovnovážného produktu je stát reprezentován jako čtyřsektorová ekonomika. Nejjednodušší zobrazení předpokládá čtyři základní typy subjektů (sektory) – domácnosti, firmy, vládu a zahraničí, které spolu interagují primárně na dvou trzích – trhu výrobních faktorů a trhu finálních statků a služeb.

Ilustrace 01: Zjednodušené schéma čtyřsektorové ekonomiky

Pozn: plné šipky představují tok statků a služeb, tečkované pak tok peněz



Zdroj: [4]

Produkt takové ekonomiky lze pak určit sečtením výdajů jednotlivých sektorů. Pokud k tomuto vzorci přidáme rovnici disponibilního důchodu (který lze též vyjádřit jako součet spotřeby a úspor), dostáváme základní makroekonomickou identitu (ekonomickou rovnost) čtyřsektorové ekonomiky [5]:

$$Y = C + I + G + NX$$

$$YD = C + S = Y - T + TR$$

$$Y = C + S + T - TR$$

$$S + T - TR = I + G + NX$$

Mezi ekonomické nástroje fiskální politiky, kterými vláda ovlivňuje makroekonomické veličiny (především produkt a nezaměstnanost), lze zařadit daně (T), transfery (TR) a vládní investice a nákupy statků a služeb (G). Tyto příjmy/výdaje v jednoduchosti konstituují rozpočtové saldo (BS). Pokud je rozpočtové saldo nulové, nachází se daná vláda ve fiskální rovnováze. Příkladem entity, která hospodaří ve fiskální rovnováze s tzv. vyrovnaným rozpočtem, může být např. Evropská unie, kde jsou vybrané příspěvky členských zemí přiděleny jednotlivým výdajovým programům na několik let dopředu.

$$BS = T - TR - G$$

V návaznosti na makroekonomickou identitu musí být veškeré dysbalance v rozpočtovém saldu kompenzovány ekvivalentní změnou, ať už vestavěnými stabilizátory nebo diskrečními zásahy do úspor, investic či importu resp. exportu [3].

$$BS = -(S - I) + NX$$

1.2 FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA

Problematika fiskální nerovnováhy se liší z hlediska zkoumaného období. V krátkém období se řeší profinancování jednotlivého rozpočtového deficitu daného roku (toková veličina). V dlouhém období je do popředí postaven pojem veřejný dluh jako kumulace jednotlivých rozpočtových deficitů (stavová veličina).

Krátkodobá nerovnováha vychází ze vzniku rozpočtového deficitu v roce t , který je způsoben nesouladem rozpočtových příjmů a výdajů na daný rok. Tento nesoulad pramení především z fáze hospodářského cyklu, ve kterém se daná ekonomika nachází. Fiskální politika by měla působit jako stabilizátor, který usměrňuje kolísání produktu kolem potenciálu, chovat se tedy proticyklicky. V dobách expanze by měl zafungovat daňový vestavěný stabilizátor, neboli přímá reakce některých daní na velikost důchodu, které utlumí nafukování ekonomiky a zároveň vytvoří přebytek rozpočtu, neboť není třeba vynakládat mimořádné vládní výdaje (vládní nákupy, transfery). V krizi naopak mohou nastoupit diskreční opatření, ať už formou zvýšení vládních výdajů či snížení daňové zátěže, což ale zákonitě povede ve většině případů ke vzniku primárního deficitu (D_t^P) [2].

$$D_t^P = G_t + TR_t - T_t$$

Dlouhodobá fiskální nerovnováha – veřejný dluh – se konstituuje jako kumulace předchozích deficitů. Formálně matematicky lze veřejný dluh (B_t) vyjádřit jako jeho stav v předcházejícím období (B_{t-1}) navýšený o deficit daného roku (D_t) [3].

$$B_t = B_{t-1} + D_t$$

Tyto rovnice tak tvoří tzv. rozpočtové omezení vlády. Neoklasická ekonomická teorie předpokládá, že spotřebitelé jsou natolik racionální, že se tomuto pravidlu dokonale přizpůsobí. To znamená, že současný vznik deficitu bude v budoucnu muset být financován růstem daní. Deficit tak nejde na podporu agregátní poptávky, kam byl pravděpodobně směřován, ale projeví se zvýšením úspor. Tím je však zpochybněno výše zmíněné proticyklické působení fiskální

politiky, neboť agregátní poptávka nebude reagovat na velikost D_t . Tento teorém známý také jako ricardiánská ekvivalence se však v praxi nepotvrdil, především ze dvou důvodů. Spotřebitelé nepoměřují svůj permanentní důchod a pracují spíše v současném období s krátkým výhledem. Navíc dnešní spotřebitelé často netrápí situace dalších generací (neplatí mezigenerační altruismus), tudíž pochopitelně tíhnou k nižším daním a větším transferům. Tím bohužel umožňují další růst veřejného dluhu, jehož náklady však bude platit již další generace [2].

1.3 FISKÁLNÍ UDRŽITELNOST

Neustálý růst veřejného dluhu není v dlouhém období žádoucí, především z hlediska rostoucích nákladů na obsluhu dluhu, které dále zvyšují deficit daného roku. Ve většině zemí nyní tvoří úrokové náklady veřejného dluhu podstatnou část vládního deficitu [6].

$$D_t = rB_{t-1} + D_t^P$$

Možné cesty řešení jsou v zásadě dvě: splácet daný dluh nebo ho přinejmenším alespoň stabilizovat na udržitelné úrovni. Pokud by se stát rozhodl daný dluh splácet, z logiky věci bude muset vytvořit rozpočtový přebytek, který bude vyšší než úrokové náklady. Veškeré příjmy nad rámec úrokových nákladů lze tak použít na umoření dluhu.

$$(T_t - TR_t - G_t) > rB_{t-1}$$

Z hlediska praxe je mnohem reálnější snaha stabilizovat daný dluh na určité úrovni. Není totiž nutné dosahovat vysokých přebytků, ale pouze vyrovnaného rozpočtu, tedy nulového schodku, kdy vybrané čisté příjmy z daní pokrývají úrokové náklady. Stabilizací dluhu zároveň ekonomika zamezí rostoucím úrokovým nákladům [3].

$$(T_t - TR_t - G_t) = rB_{t-1}$$

Pro růst příjmů státního rozpočtu není nutné přijmout diskreční opatření na zvýšení daňového výnosu. Velká část daní je totiž fixována na důchod a kolísá tedy přirozeně podle vývoje produktu dané ekonomiky. To má souvislost i s ukazatelem využívaným pro měření veřejného dluhu a jeho změn, což je jeho podíl vůči HDP.

$$\frac{\Delta B_t}{\Delta HDP_t^R} = D_t^P + (r - y_{\% \Delta}^R) B_{t-1}$$

Je třeba také poukázat na fakt, že náklady dluhu jsou v reálném vyjádření. Ve skutečném světě však vládní dluhopisy nesou spíše nominální úrokovou míru (ačkoliv mohou být vázány i indexovány na vývoj inflace). Zavedením vztahu mezi reálnou a nominální úrokovou mírou do výše zmíněného vzorce tak lze vypočítat, že náklady dluhu jsou závislé i na tempu růstu cenové hladiny (neboli inflaci). Čím je inflace v dané ekonomice vyšší, tím nižší jsou reálné náklady obsluhy dluhu [7].

$$\frac{\Delta B_t}{\Delta HDP_t^R} = D_t^P + (i - \pi - y_{\% \Delta}^R) B_{t-1}$$

1.4 FINANCOVÁNÍ VEŘEJNÉHO DLUHU

Deficity by měly být dle teorie profinancovány ze zdrojů ušetřených z předchozích přebytků rozpočtu. Praxe však ukázala, že fiskální politika podléhá politickému cyklu a tlakům veřejného mínění, kdy v expanzi téměř nedochází k onomu utažení opasků a kumulaci rezervních prostředků, a státy tak hospodaří téměř vždy v deficitu. Reálně existují pro vládu jen dvě možnosti (odhlédneme-li od neobvyklých způsobů jako např. privatizace státního majetku), jak dané deficity profinancovat: monetizací daného deficitu nebo půjčkou (cizím kapitálem). V obou případech vláda svůj dluh prodává, přičemž jej ale nabídne jiným subjektům [3].

V případě monetizace dluhu prodává vláda svůj dluh domácí centrální bance (CB), která za něj platí zvýšením peněžní zásoby (likvidity). Krátkodobě to jistě není problém, pokud v následujících letech dojde k opačné operaci.

Dlouhodobě však toto řešení díky peněžní iluzi způsobuje výrazné tlaky na růst inflace, neboť emisí nových peněz klesá kupní síla měny daného státu. Přesto se tento způsob částečně využíval pod taktovkou monetární politiky, ovšem samozřejmě v mnohem sofistikovanějších sterilizovaných modelech typu kvantitativního uvolňování, kde se vládní dluh vlastně převáděl na nedobrovolnou likviditu v rámci bankovního sektoru.

Mnohem využívanějším řešením je prodej dluhu ve formě vládních dluhopisů na finančním trhu, ať už domácím soukromým investorům, korporátním investorům, bankovnímu sektoru nebo zahraničním investorům. Tento způsob s sebou ale nese dodatečné náklady na obsluhu tohoto dluhu (tedy úrokové náklady), které dále zvyšují rozpočtový deficit v dalších letech [2].

Neexistuje zde ani záruka, že dojde tímto způsobem k profinancování daného deficitu. Úspěch je totiž řízen poptávkou po emitovaných dluhopisech dané vlády. Dluhopisy státu a především vyspělých ekonomik byly a jsou často považovány za „bezrizikové“. Rozvojové země alternativně musí žádat o půjčku u mezinárodních organizací jako např. IMF nebo WB.

Dalším významným hlediskem pro řešení financování fiskální nerovnováhy je otázka zdrojů, ze kterých bude vládní deficit daného roku zaplacen. Např. při emisi vládních cenných papírů dojde k jejich nabídce na finančním trhu, který dnes funguje téměř globálně, a mohou je zde tedy koupit jak subjekty domácí, tak zahraniční bez rozdílu. Z dlouhodobého hlediska to vede k dělení veřejného dluhu na tzv. interní (v držení domácích subjektů) a externí (v držení zahraničních subjektů) [8, 9].

Základní výše zmíněná makroekonomická identita ukazuje na to, ze kterých zdrojů bude daný schodek profinancován. Je možné si ji upravit do podoby tzv. sektorové rovnováhy.

$$(S - I) = (X - M) - (T - TR - G)$$

Z rovnosti lze dobře vypořádat, jak se napříč sektory ekonomiky vyvažuje nerovnováha mezi soukromými domácími úsporami a investicemi (neboli rovnováha domácího soukromého sektoru). Po úpravě lze však stejnou rovnici vyjádřit i pro veřejný sektor.

$$BS = -(S - I) + NX$$

Pokud je tedy saldo veřejného sektoru záporné, musí být *ceteris paribus* vykompenzováno růstem v domácím soukromém sektoru ($S - I$) nebo poklesem v zahraničním sektoru ($NX = X - M$). Domácí soukromý sektor deficit veřejných rozpočtů z toho důvodu často vykrývá poklesem soukromých investic, jedná se o tzv. efekt vytlačování soukromých investic, kdy přebytké úspory soukromého sektoru jsou využity na pokrytí veřejného deficitu, to v praxi znamená, že domácnosti chtějí navíc uspořené prostředky investovat, ale místo firemních obligací nakoupí státní dluhopisy. Alternativou, pokud by domácí soukromý sektor byl vyrovnaný ($S = I$), je pak financování ze zahraničí, prostřednictvím deficitu výkonové bilance (NX). Ten se v rámci platební bilance projeví jako deficit běžného účtu (NCA ; při zanedbání bilance výnosů a transferů). A vzhledem k tomu, že platební bilance je také účetní identitou, musí v jednoduchosti dojít k vyrovnaní tohoto deficitu NCA přebytkem finančního účtu (FA) neboli přílivem zahraničního kapitálu do dané země [5].

$$BP = 0 \rightarrow \Delta NCA = \Delta FA$$

1.5 SUVERÉNNÍ DEFAULT

Default ekonomického subjektu znamená jeho neschopnost dostát svým závazkům. Tento subjekt tak efektivně selhává v plnění svých povinností v rámci ekonomických vztahů a dostává se do tzv. platební neschopnosti. Default (nebo též bankrot či insolvency) lze pozorovat běžně u firem, které selhaly ve svém hlavním cíli, dosahovat zisku. Ty pak vstupují do insolvenčního řízení a bývají často likvidovány. Představa, že dojde k likvidaci státu při státním bankrotu, je poměrně nemyslitelná, proto suverénní default má oproti korporátnímu určitá specifika.

Prvním aspektem je suverénní imunita. Ta zabraňuje jednotlivcům žalovat suveréna bez jeho souhlasu, nebo pokud mu tuto možnost neukládá mezinárodní smlouva. Tzn., že neexistuje efektivní právní systém na vymáhání pohledávek od státu. Dále nelze kvůli povaze dluhu prokázat přímý nárok věřitele na aktivum, a stát tak při defaultu nemůže důvěryhodně předat aktivum věřiteli. Třetím aspektem je mezinárodní vymahatelnost dluhu, která je značně omezena neexistujícím mezinárodním rámcem pro řešení nároků věřitelů při suverénním defaultu, a s tím související chybějící infrastruktura pro restrukturalizaci vládních dluhopisů v defaultu. Suverénní defaulty jsou tak řešeny ad hoc namísto vytvoření stabilního procesu pro jejich řešení.

Důsledky suverénního defaultu jsou rozsáhlé. Věřitelé ve velké míře ztrácí zapůjčené prostředky, neboť se snižuje hodnota vládních dluhových cenných papírů. Pokud má domácí bankovní sektor velkou expozici vůči vládním cenným papírům v defaultu, může se tato dluhová krize přehoupnout do bankovní krize, potažmo do dalších typů ekonomických a finančních krizí. Dále to má samozřejmě dopad na financování samotného státu v defaultu, který přichází o důvěru na finančních trzích a ztrácí tak možnost se financovat běžným způsobem. Jedinou jeho možností bývá pomoc mezinárodní organizace např. IMF nebo skupiny WB apod., které se však neobejdou bez přísných rozpočtových pravidel. To vše má celkově dopad do reálné ekonomiky, která tímto šokem také trpí a zpomaluje se, v horším případě produkt přímo klesá [10].

2. SUVERÉNNÍ KREDITNÍ RIZIKO

2.1 KREDITNÍ RIZIKO

Než se práce bude hlouběji věnovat problematice suverénního rizika a ratingu, je třeba vymezit několik základních pojmů, které bude užívat. V popředí stojí samozřejmě klíčový pojem riziko.

Riziko lze nejobecněji vymezit jako možnost odchýlení skutečného vývoje od očekávaného. V tomto vymezení se jedná o kvalitativní charakteristiku, ale riziko je možné kvantifikovat pravděpodobností možných dopadů. To umožňuje s rizikem matematicky pracovat – předvídat možné scénáře, simulovat efektivnost opatření apod. Rizikovost subjektů není shodná. Vnímání rizika navíc podléhá subjektivizaci. Jednotlivé subjekty mohou vyhodnotit riziko identické situace jinak na základě svých předchozích zkušeností, dostupných informací atd. [11].

Ekonomická teorie nabízí tři obecné přístupy k riziku z hlediska vztahu k němu: rizikově averzní přístup, riziko vyhledávající přístup a neutrální přístup. Jedinec s neutrálním postojem k riziku se bude rozhodovat bez ohledu na možné scénáře vývoje a jejich pravděpodobnost. Nevidí tak rozdíl mezi rizikovou a jistou variantou. Riziko vyhledávající jedinec bude preferovat rizikovější variantu před jistou, pokud mu přináší stejný výsledek, neboť subjektivně má větší užitek z podstoupení rizika. Přesně opačný a jediný ekonomicky racionální přístup je však averze k riziku. Tento jedinec bude při rozhodování mezi dvěma scénáři se shodným možným výsledkem jednoznačně preferovat jistou variantu před rizikovou. Aby se rozhodl podstoupit riziko, musel by výnos z rizikové varianty odpovídat svým užtkem částce, kterou má jistou. Tento jedinec tak logicky požaduje za podstoupení rizika navýšení jisté částky, kterou na počátku má. Této přírážce se obecně říká riziková premie [11].

Rizika je možné dělit do různých skupin a dle různých kritérií. Např. dle Jílka lze rozdělit rizika z hlediska podstaty do dvou velkých skupin: rizika nefinanční a finanční.

Nefinanční rizika bývají hůře kvantitativně zachytitelná a lze je připsat okolnostem nefinančního charakteru, tj. např. regulatorním předpisům, politickému klimatu, efektivnosti řízení, chybovosti modelů využívaných k simulacím možných scénářů, selhání lidského faktoru apod.

Finanční rizika pak definuje jako potenciální budoucí ztrátu subjektu vyplývající z daného finančního nástroje. Tato rizika mohou souviset s nepříznivým tržním vývojem (změna kurzu, úrokové sazby atd.), s nedostatkem likvidity (dočasné i dlouhodobé), či pouze s nejistotou o nesplacení dlužné částky protistranou [12].

Poslední zmíněný případ - „riziko neplacení“ - se nazývá kreditní (též úvěrové) riziko nebo také riziko protistrany. Patří mezi základní finanční rizika, která vyvstávají všem typům subjektů, když provádějí finanční operace a vstupují tak do vztahu věřitel-dlužník. Kreditní riziko spočívá ve faktu, že věřitel nemá jistotu, že dlužník svůj závazek splatí či uhradí, a vystavuje se tak riziku ztráty svých prostředků. Ačkoliv neexistuje žádné obecně platné pravidlo ohledně toho, které skupiny subjektů nesou nízkou úroveň kreditního rizika, praxe ukázala, že např. vlády vyspělých zemí nebo velké společnosti s dobrými hospodářskými výsledky jsou většinou vnímány jako nízkorizikové (téměř bezrizikové) z hlediska rizika protistrany, ač tomu tak ale nemusí být ve všech případech.

Rizika v žádném případě nepůsobí samostatně. Ba naopak se mohou vzájemně ovlivňovat, umocňovat, ale i zmenšovat. Existence jednoho rizika může vyvolat i riziko jiné. Z hlediska kreditního rizika platí, že může být vyvoláno jakýmkoliv jiným rizikem, ať už nefinančního charakteru (např. politickou situací, nepřízní přírody, obchodním rizikem atd.) či také ostatními finančními riziky (např. rostoucím likviditním rizikem nebo také nepříznivým tržním vývojem) [13].

2.2 SUVERÉNNÍ RIZIKO JAKO SPECIFICKÁ FORMA KREDITNÍHO RIZIKA

Suverénní riziko je zvláštním případem kreditního rizika. Jedná se o takové riziko, kdy vláda určitého státu nesplácí své závazky (ať už z vlastní vůle nebo ekonomické neschopnosti), tedy prostředky, které si vypůjčila na financování svých deficitů. Jde tedy o riziko realizace státního defaultu.

Důležité je nezaměňovat tento pojem s pojmem *country risk*, který sice také souvisí se suverénním rizikem, nicméně má jiné implikace. Country risk se zkoumá ve vztahu k soukromým subjektům, neboť představuje riziko toho, že investujeme v zemi, ve které může dojít k rapidní změně obchodních podmínek, které mohou negativně ovlivnit zisky společností či hodnotu majetku. Primárně se hledí na politickou situaci v daném státě a stabilitu a flexibilitu prováděných politik ve vztahu k ekonomickým subjektům [14].

Základní kategorie suverénního rizika se dají ekvivalentně k fiskální nerovnováze rozdělit na krátké a dlouhé období. V krátkém období je zkoumáno, zdali je vláda schopna pokrýt náklady na obsluhu dluhu, tedy úrokové náklady dluhu. V dlouhém období se pak pozornost zaměřuje na schopnost státu splatit dluh v momentě, kdy je splatný.

Faktory, které přispívají k suverénnímu riziku lze sumarizovat do čtyř sfér:

1. Ekonomická síla státu;
2. Politická a institucionální stabilita;
3. Morální závazek státu splácet věřitelům dluh;
4. Celková odolnost vůči šokům, které by mohli narušit splácení dluhu [15].

Ekonomicky silný stát má nižší suverénní riziko. Jeho hospodářský systém je vystavěn na efektivních strukturách, které stimulují udržitelný růst, udržují stabilní cenovou hladinu a míru nezaměstnanosti a vyrovnávají svou pozici vůči externím subjektům. Navíc se předpokládá určitá flexibilita z hlediska schopnosti ustát případné náhodné šoky, které by neměly destabilizovat ekonomickou situaci v daném státě.

Politická a institucionální stabilita předpokládá efektivní státní instituce, jejichž efektivita není bržděna opozičním bojem, populismem, v horším případě korupcí a klientelismem. Očekává se také pružnost institucí a adekvátní včasná reakce na případné problémy, které by mohly ekonomiku dlouhodobě ohrožit.

Důležitý je i morální závazek, že dojde ke splácení veřejného dluhu. Jak je vysvětleno v kap. 1.5, vymahatelnost závazků z veřejného dluhu může být komplikovaná. Víra věřitelů v úhradu daného dluhu a vhodná komunikace tohoto závazku ze strany vlády je vhodným mixem pro nízké suverénní riziko. Pokud vláda přestane poskytovat záruky splacení, začne vyjadřovat pochybnosti o schopnosti splácet či přestane platit své závazky, jedná se o alarmující situaci z pohledu věřitelů.

Ač je odolnost vůči šokům zmíněna v předchozích odstavcích, je třeba ji opětovně akcentovat. Státy se mohou zdát zdravé a s dobrou platební morálkou. Nicméně s příchodem krize mohou být odhaleny určité strukturální rigidity, které způsobí neadekvátní reakci a dále krizi prohloubí [15].

Neexistuje jediný závazný seznam indikátorů, pomocí kterých lze sledovat suverénní riziko, především díky komplexnosti zkoumané entity, jakou je stát. Přesto různé výzkumy ukázaly na pět základních indikátorů, které mohou sloužit k odhalení blížícího se suverénního defaultu. Jde o tyto makroekonomické ukazatele:

1. Míra dluhové služby;
2. Míra importu;
3. Míra investic;
4. Variabilita výnosů z exportu;
5. Růst domácí peněžní zásoby [16].

Míra dluhové služby poměřuje náklady na obsluhu dluhu (úmor i úrok) s výnosy z exportu (*obsl. dluhu/EX*). Veřejné finance jsou zdravé, pokud je tento ukazatel nízký, tedy výnosy z exportu pokrývají platby na obsluhu dluhu. Zdravé veřejné finance následně znamenají nízké riziko selhání státu.

Míra importu představuje podíl celkového importu k devizovým rezervám dané země (IM/FXR). Vysoké hodnoty tohoto ukazatele ukazují na vyšší pravděpodobnost ztráty schopnosti splácet dluh, neboť právě devizovými rezervami platí daný stát za rostoucí import. V momentě jejich vyčerpání dochází ke ztrátě schopnosti pokrývat import a může dojít k restrukturalizaci a defaultu zahraničního dluhu.

Míra investic staví proti sobě hodnotu reálných investic a HDP (I/HDP). Předpokládá se, že rostoucí reálné investice spějí k vyšší produktivitě ekonomiky v budoucnu. Pravděpodobnost restrukturalizace je tak s mírou investic negativně korelována.

Variabilitu exportů (σ_{EX}^2) lze provázat s prvním ukazatelem. Čím vyšší jsou výkyvy v exportech tím pravděpodobnější je neuhrazení závazků věřitelům. Existuje tedy pozitivní korelace tohoto ukazatele s pravděpodobností defaultu.

Konečně poslední ukazatel – růst domácí peněžní zásoby ($\% \Delta M$) – upozorňuje na to, že vysoká rychlost růstu peněžní zásoby způsobuje tlak na inflaci. Vyšší inflace oslabuje danou měnu na finančních trzích a může se přenést i do nižšího výstupu ekonomiky. Korelace tohoto ukazatele se suverénním rizikem by opět měla být pozitivní [16].

Hlavní specifikum suverénního rizika spočívá v jeho dopadu, který je dalekosáhlejší než default firmy. To je dáno jednak rozměrem dluhu, který bývá několikanásobně vyšší než dluh i té největší společnosti, a dále strukturou věřitelů, kteří na financování veřejného dluhu poskytli své prostředky. Největší skupinou věřitelů bývá finanční sektor, především domácí a zahraniční banky, které mívají v souladu se současnou regulací vysokou expozici vůči vládním cenným papírům, neboť vládním dluhopisům není připisována riziková váha pro výpočet kapitálového požadavku.

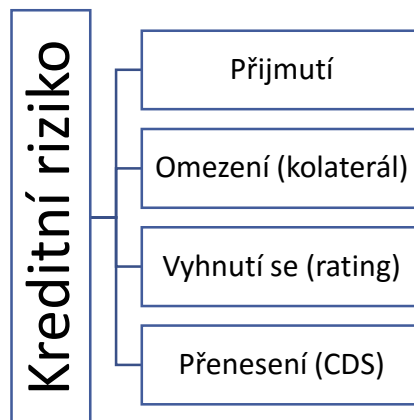
Při realizaci suverénního rizika se tak banky s vysokou expozicí vůči dluhopisům defaultující vlády dostávají do problémů, musí často pohledávky za danou vládou plně odepsat, a mohou se tak dostat do ztráty. Tato situace povede i k růstu nedůvěry na domácím trhu, tím pádem také k růstu úrokové sazby a především rizikové prémie, čímž banky reflektují nedůvěru ve vládní dluhopisy na daném trhu. To však úrokové náklady jen dále prodražuje. Realizace suverénního rizika tak ohrožuje finanční stabilitu dané ekonomiky jako celku [17].

2.3 PŘÍSTUPY K SUVERÉNNÍMU RIZIKU

Obecné reakce na vysoké riziko, lze vymezit čtyřmi přístupy:

1. Vyhnutí se riziku,
2. Přenos rizika,
3. Omezení rizika,
4. Přijetí rizika.

Ilustrace 02: Přístupy k rizikové události



Zdroj: vlastní zpracování

Principem vyhnutí se riziku je odstranit možnost, že riziková událost ovlivní daný subjekt a jeho cíle. Toho lze docílit například zvolením méně rizikové alternativy nebo nejjednodušeji nepodstoupením daného rizika. Z hlediska suverénního rizika sem můžeme zařadit rating jako důležitý informační zdroj (viz kap. 3), který pomůže investorovi rozhodnout o tom, které státy (či které

emise jejich dluhopisů) nesou větší pravděpodobnost defaultu a které jsou víceméně jistou investicí [18].

Přenos rizika (nebo též odklonění rizika) je založen na převedení odpovědnosti nebo dopadu na třetí stranu. Efektivně tak nedochází k odstranění rizika, ale pouze k „donucení“ jiného subjektu vyhnout se mu, přenést ho, omezit ho nebo ho přijmout. U kreditního (resp. suverénního) rizika lze pro tento přístup zmínit např. derivát typu credit default swap (CDS). Ten spočívá v tom, že investor, který podstoupil kreditní riziko nákupem určitého dluhopisu, platí třetí straně (swapovému partnerovi) určitou prémii za to, že pokud dojde ke kreditní události (nejčastěji defaultu nebo také poklesu ratingu) u daného bazického instrumentu (dluhopisu), vyplatí mu swapový partner předem sjednanou výši plnění [19].

Omezení rizika bývá v praxi největší a nejpoužívanější kategorií přístupů. Subjekty většinou nemají jinou možnost než vstoupit do rizikové události a udělají tak v mezích možností vše, aby snížily (ideálně eliminovaly) rizikovost dané situace. Činí tak buď snížením pravděpodobnosti realizace rizikové události, nebo snížením její závažnosti. Obecně u kreditního rizika je však využití tohoto přístupu problematické. Aktivně nelze ovlivnit subjekt v jeho schopnosti splácet. Ze strany věřitele tak lze zakomponovat do transakce různé penalizace za pozdní splacení, požadavky na pravidelné finanční výkaznictví, úrokovou míru s určitou rizikovou premií (tzv. haircuts) apod. Nejefektivnějším způsobem zajištění je pak výměna kreditu za kolaterál (nejčastěji cenný papír). Kreditní riziko je tak prakticky eliminováno, neboť v případě defaultu lze směnit držený kolaterál prodejem zpět za kredit (pokud však daný kolaterál neztrácí hodnotu). V širším měřítku je pak vhodné diverzifikovat portfolio investic pro snížení počtu otevřených pozic vůči jednomu subjektu (riziko koncentrace). V diverzifikovaném portfoliu nemá zpravidla default jednoho subjektu dopad na finanční stabilitu věřitele.

Konečně přijetí rizika může být prováděno ve dvou formách: pasivně nebo aktivně. V pasivním pojetí se subjekt prostě zdrží provedení všech možných výše zmíněných opatření a pouze danou rizikovou událost dokumentuje a bere na vědomí případný dopad, který riziko může způsobit. Aktivní přístup jde dále než pasivní v tom, že by mělo dojít k vytvoření rezervních opatření a záložních plánů (ty se používají, když rezervní opatření nestačí). Tento přístup však na rozdíl od výše zmíněných nepůsobí na rizikovou událost a priori, ale je implementován až v momentu realizace rizika. Z hlediska kreditního rizika lze pasivní přístup připodobnit např. ke sledování a dokumentaci pohledávek po splatnosti. Při aktivním přístupu se pak k daným pohledávkám vytváří opravné položky [18].

3. SUVERÉNNÍ RATING

3.1 KREDITNÍ RATING

Rating je jedním z primárních informačních zdrojů o kreditním riziku daného subjektu a jak je zmíněno v předchozí kapitole, slouží k rozhodování o podstoupení kreditního rizika dané operace či vyhnutí se mu. Rating však není stoprocentním informačním zdrojem pro investiční rozhodování a je třeba znát jeho podstatu, přínosy, ale i omezení.

Rating je slovo anglického původu a dle Oxford Dictionary se objevilo v pozdní střední angličtině, kde se ustálilo jako označení pro *odhadování hodnoty*. Nejobecněji tak lze rating vymezit jako seřazení/klasifikaci subjektů/objektů na základě zhodnocení jejich kvality, standardu anebo výkonu. V kontextu financí se nejčastěji užívá v souvislosti s hodnocením kreditního rizika, a je tak vlastně zkráceným pojmenováním sousloví kreditní rating [20].

Kreditní rating je tedy hodnocení schopnosti subjektu splácet své závazky. Takovéto schopnosti lze říkat např. úvěruschopnost nebo přeneseně bonita subjektu. Z toho vyplývá důležitý aspekt (nebo přesněji omezení) kreditního ratingu, a to fakt, že se vztahuje pouze na dluhové cenné papíry, nikoliv na cenné papíry s majetkovou podstatou. Je tomu tak z logického důvodu, neboť kreditní rating představuje hodnocení schopnosti dlužníka splatit svůj závazek (dluh) věřiteli (dáno právem vlastníka dluhového cenného papíru být vypořádán); kdežto majetkové cenné papíry takovýto závazek nekonstituuji (zakládají práva vlastníka na podíl ve společnosti) [21].

Jak nastiňují předchozí odstavce, existují dvě základní úrovně ratingu: rating emise a rating subjektu (emitenta). Rating emise je hodnocení schopnosti a ochoty daného emitenta v daném vztahu splatit konkrétní závazek (emitovaný cenný papír). Rating emitenta se zakládá na hodnocení schopnosti a ochotě splatit své závazky dle jejich splatnosti. Nemusí být nutně výsledkem komplexního hodnocení daného subjektu, ale spíše je souhrnným ratingem přes jednotlivé emise.

Dalším možným dělením je hodnocení kreditního rizika krátkodobého a dlouhodobého. Krátkodobý rating hodnotí schopnost splatit závazek (pravděpodobnost defaultu) v období do jednoho roku, dlouhodobý pak v delším časovém horizontu. Obecně dříve investoři preferovali dlouhodobá hodnocení, nedávný vývoj na finančních trzích a rostoucí dynamika portfolií ale stimulovaly preference vůči krátkodobým instrumentům [22].

Posledním významným členěním je rozdělení ratingů podle hodnoceného subjektu. Různé typy subjektů budou vyžadovat jiné standardy pro hodnocení jejich schopnosti splácet. Při pohledu na subjekty, které nesou hodnocení kreditního rizika, je možné je shrnout do několika skupin: korporace, suverénní entity, finanční instituce, pojišťovny a ostatní. Je jasné, že pro hodnocení vlády nemohu využít stejné přístupy jako pro korporace, neboť podstata jejich fungování a prostředí, kde se pohybují, jsou odlišné pro každou skupinu subjektů [23].

V úvodu kapitoly je zmíněno, že rating nelze brát jako stoprocentní informační zdroj ohledně úvěruschopnosti daného subjektu. Hlavním omezením kreditního ratingu je skutečnost, že neodráží ostatní rizika, např. tržní ani likviditní (proto také lze pojmenování kreditní rating zkrátit na rating). Dále, výborný rating negarantuje jistotu, že daný závazek bude splacen. Určitou pravděpodobnostní míru kreditního rizika nese každý subjekt, i když může být minimální. V neposlední řadě je zde problém neobjektivity, neboť rating je čistě subjektivním hodnocením podléhajícím možnému selhání lidského faktoru a špatném nastavením modelu [21].

Ilustrace 03: Možné klasifikace ratingu

dle předmětu ratingu	dle časového horizontu	dle hodnoceného subjektu
•rating emise •rating emitenta	•krátkodobý •dlouhodobý	•suverénní •korporátní •finanční instituce •pojišťovny •...

Zdroj: vlastní zpracování

3.2 MODERNÍ RATINGOVÉ AGENTURY

Ačkoliv ratingových agentur (CRAs) je poměrně velké množství, především na lokální úrovni, v globálním měřítku se prosadily hlavně tři, občas nazývány Big Three. Jde o ratingové agentury: Fitch Ratings, Standard & Poor's a Moody's Investors Services. Tato pozice byla posílena především rozhodnutím z roku 1975 ze strany americké Komise pro cenné papíry (SEC), které dalo těmto třem CRAs (a pár dalším) a jejich ratingům výsostné postavení z hlediska určitých regulačních aspektů. Všechny z těchto CRAs jsou velké nadnárodní společnosti a jsou součástí ještě větších finančních skupin. Z toho je patrné, že se nejedná o neziskové organizace, které dbají na blaho a stabilitu finančního trhu, ale jsou primárně motivovány dosahováním výsledkům a maximalizací svého zisku, který plyne z poplatků za udělení ratingu [24].

Fitch Ratings má svůj původ ve Fitch Publishing Company, kterou založil John Knowles Fitch v roce 1913, když po svém otci přebíral tiskařský podnik. Rozhodl se tento podnik rozšířit o publikování pravidelných finančních statistik obchodovaných akcií a dluhopisů. V roce 1924 pak dále rozšířil činnost společnosti tak, že vytvořil systém pro hodnocení dluhových instrumentů na základě schopnosti podniku splácet své závazky. Tento systém se pak stal východiskem pro další agentury. V současnosti patří k nejmenší z Big Three. Aktuálně je ve společném vlastnictví mezinárodního konglomerátu Hearst Corporation (80 %) a francouzského holdingu FIMALAC SA (20 %). Z toho vyplývá i duální sídlo společnosti v New Yorku a Londýně [23].

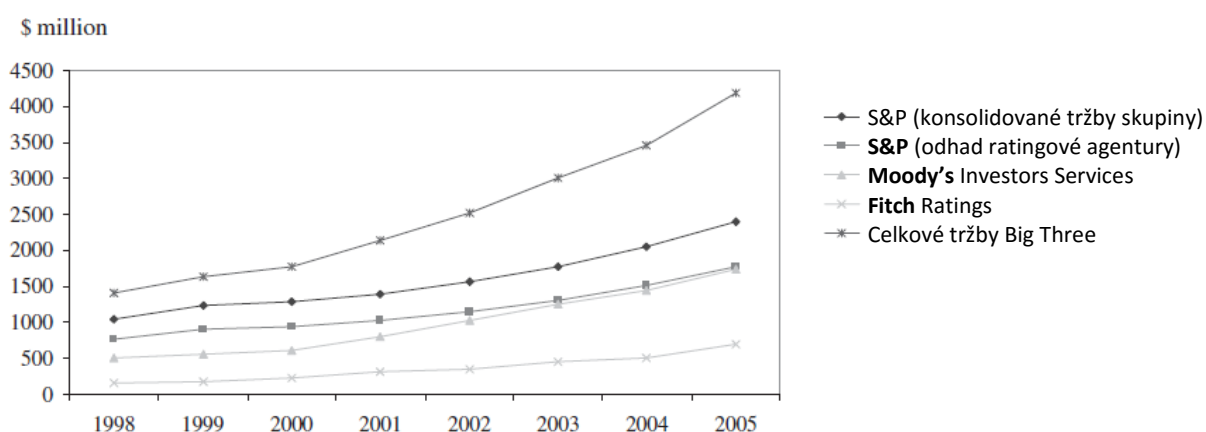
Standard & Poor's Ratings vznikla v roce 1941 spojením dvou společností, které se zabývaly podobně jako původně Fitch publikováním finančních informací a zasílání finančního zpravodajství. Před spojením se firma Poor's specializovala spíše na korporátní dluhopisy, kdežto Standard Statistics především hodnotila úvěruschopnost územněsprávních celků. Jejich metody a způsob komunikace se však natolik blížily, že fúze se skutečně nabízela. V roce 1966 prošla společnost akvizicí ve prospěch McGraw Hill Financial, což je společnost zabývající se shromažďováním finančních informací a analýzou, spravuje např.

americký burzovní index S&P 500. V současnosti je z hlediska obratu největší společností z Big Three [23].

Moody's Investors Service i přes své založení v roce 1909, kdy John Moody začal vydávat manuály k hodnocení kreditního rizika subjektů, sama provádí ratingy až od roku 1914. Navíc až do roku 1970 se tato společnost zabývala pouze ratingem vládních cenných papírů. Dlouhodobě byla ve vlastnictví statistické společnosti Dun & Bradstreet, avšak v roce 2000 došlo k vyčlenění a spolu s Moody's Analytics je dcerou holdingové Moody's Corporation. Moody's prošla za svou existenci velkým růstem a dnes je druhou největší CRA z Big Three [23].

Trh s ratingovým ohodnocením lze tak ekonomicky charakterizovat jako oligopolní strukturu typu dominantní firmy a konkurenčního lemu (resp. tří firem a lemu). Existují různé projekty na alternativní ratingové agentury spíše na lokální úrovni, především z důvodu nespokojenosti s ratingem uděleným některou CRA (ne-li všemi) z Big Three, případně až z pocitu diskriminace velkými CRAs. Dalším motivem je zpochybnění nezávislosti CRAs hlavně kvůli jejich rostoucímu zisku. Objevují se tak projekty na neziskové ratingové agentury apod.

Ilustrace 04: Vývoj tržeb Big Three



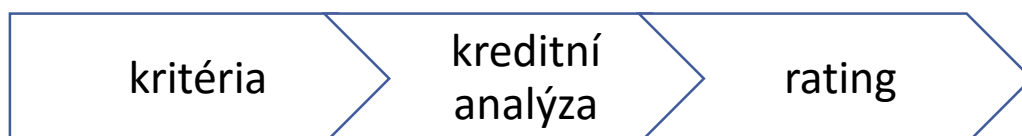
Zdroj: [23]

3.3 KONSTRUKCE RATINGU

Rating, jako všechna možná hodnocení a posouzení, je výsledkem určitého systematického procesu. Jak bylo zmíněno v předchozích kapitolách, rating je subjektivním hodnocením, neexistuje jednotná metodologie, ta by fakticky nejspíše způsobila konec ratingových agentur. Každá z CRAs tak přistupuje k ratingu po svém a samotný proces tvorby ratingu a konkrétní modely podléhají jejich obchodnímu tajemství. CRAs jsou tak svým způsobem černou skříňkou. Nicméně z důvodu regulačních požadavků zveřejňují obecný popis svých postupů, z nichž lze vyčíst jakési základy konstrukce ratingu. Z čeho se vlastně skládá rating a které faktory a indikátory vstupují do hodnocení schopnosti dostát svým závazkům?

Standard & Poor's uvádí ve své příručce ke kritériím, že se skládají z principů, metodologie a domněnek, které jejich analytici využívají pro zhodnocení kreditního rizika daného subjektu. Principy jsou fundamentální prvky analýzy kreditního rizika a kvantitativní a kvalitativní zacházení s informacemi. Lze sem zařadit např. obchodní riziko a finanční rizika u korporací, nebo geopolitické riziko u suverénních entit. Metodologie jsou specifické pracovní rámce a procesy pro aplikaci principů za účelem dosažení ratingu. Určují, které principy budou využity a s jakou vahou pro konstrukci ratingu. Příkladem může být konkrétní opatření, které posuzuje současné a budoucí peněžní toky se schopností pokrýt očekávané úrokové náklady u daného subjektu. Domněnky jsou projekce, odhady, parametry modelů a další typy kvalitativních i kvantitativních očekávání, které se používají při posouzení ratingu. Např. při posouzení států, jejichž ekonomika je postavena na exportu ropy, přichází v úvahu odhad současné a budoucí ceny ropy v určitých podmínkách trhu [25].

Ilustrace 05: Proces tvorby kreditního ratingu



Zdroj: vlastní zpracování dle [25]

Je tedy patrné, že kritéria jsou definována určitými vnitřními směrnici a nejsou tak dána exogenně externí autoritou. Různé agentury proto nemusí dojít ke stejnému ratingu, neboť principy, metodologie a domněnky podléhají subjektivnímu lidskému rozhodnutí a nastavení. Jak lze tedy zaručit, aby výsledné subjektivní hodnocení bylo dostatečně důvěryhodné a široká veřejnost by ho považovala za blízké objektivní informaci?

Standard & Poor's například klade důraz na rovnováhu mezi kvalitativní a kvantitativní stránkou kritérií, což má zvyšovat srovnatelnost a kvalitu ratingu. Nelze se tak spolehnout pouze na kvantitativní kritéria, se kterými se sice lépe pracuje, protože je snazší je modelovat, ale komplexní realitu finančních trhů nemohou postihnout. Přičemž na kritéria jsou navíc kladeny dva základní požadavky: transparentnost a dostupnost. Transparentnost má zaručit, že udělená hodnocení budou vnímána více důvěryhodně a budou lépe pochopena. Transparentnost se projevuje v identifikaci faktorů, které ovlivňují kreditní riziko subjektů, ve vysvětlení a podání důvodu pro různé úrovně rizika těchto faktorů a v popisu procesu kombinace těchto faktorů pro zjištění ratingu. Dostupnost se projevuje ve zveřejnění kritérií, která jsou při konstrukci ratingu zvažována. Agentury často vydávají různé články a průvodce, které popisují způsob jejich práce s kritérii a různé změny v jejich zvažování [25].

Pro srovnání základních principů a požadavků na rating se lze podívat na další agenturu, např. Moody's. Při komparaci obecných, sektorově nezúžených, principů lze vidět, že základní východiska jsou téměř shodná. Akcentuje se dlouhodobé hledisko, tzn. dopředu hledící přístup k faktorům a jejich zpracování; globální konzistentnost, tzn. všeobecnou aplikovatelnost kritérií a maximální srovnatelnost ratingu bez ohledu na zemi subjektu a jeho sektor působení; a v neposlední řadě také zapojení různých rizikových simulací a predikcí kreditní stability, které plně korespondují s dlouhodobým pohledem na ratingová kritéria [25, 26].

3.4 RATINGOVÉ ŠKÁLY

Z důvodu maximalizace srovnatelnosti a okamžité vypovídací schopnosti ratingu byly vytvořeny škály hodnocení, které reprezentují kreditní riziko pomocí jednoduché kombinace písmen, číslic, či jiných matematických symbolů. Nicméně každá agentura má tyto škály nastaveny jinak.

Škály pro krátkodobý a dlouhodobý rating nejsou shodné. Krátkodobé se navíc i významně liší mezi agenturami. Agentury Fitch a S&P mají krátkodobé škály přibližně shodné, kdy rozeznávají 4 stupně investiční a 3 stupně spekulativní. Naproti tomu agentura Moody's rozeznává pouze 3 investiční stupně a spekulativní stupně hodnotí jedním shodným ratingem „*not prime*“. Dlouhodobé škály si však prakticky odpovídají a až na jemné nuance a rozdílné označení je lze téměř plně srovnávat, pokud odhlédneme od rozdílných generujících procesů mezi CRAs. Od krátkodobého ratingu však tato práce vzhledem k povaze suverénního ratingu dále odhlíží, neboť vlády emitují dlouhodobé dluhové cenné papíry, v krátkém období je tedy neopodstatněné zkoumat riziko defaultu státu.

Obecně lze škály rozdělit na dvě úrovně: investiční stupně a spekulativní stupně. Investiční stupně představují takové emitenty či jejich emise, jejichž kreditní riziko z hlediska defaultu na své závazky je spíše nižší až téměř nulové. Nižší, spekulativní (neinvestiční), stupně pak vyjadřují zranitelnost vůči nesplacení od minimální zranitelnosti po vysokou pravděpodobnost defaultu.

Tyto obecné úrovně lze dále rozčlenit na konkrétní užší skupiny. Za nejlepší, nejkvalitnější a nejspolehlivější z hlediska kreditního rizika jsou považovány tzv. „prime“ instrumenty s ratingem AAA (resp. Aaa), které jsou např. vysoce akceptovatelné jako kolaterál díky jejich nízkému riziku nesplacení. Dále již klesají investiční stupně od dluhopisů vysoké úrovně (AA+ až AA- resp. Aa1 až Aa3) přes instrumenty středně vysoké úrovně (A+ až A- resp. A1 až A3) až po dluhové cenné papíry středně nízké úrovně (BBB+ až BBB- resp. Baa1 až Baa3), kde končí investiční stupně ratingu. Pokračují neinvestiční a vysoce spekulativní

stupně s hodnocením stále v rozmezí písmene B, avšak s klesajícím počtem hodnocení písmenem B (resp. malým a).

Následují již stupně, kde existuje významné riziko, extrémně spekulativní úroveň a potažmo riziko defaultu, ty jsou hodnoceny škálou písmene C. Posledním stupněm už je samotný default, hodnocený stupněm D (resp. C u agentury Moody's) [21].

Ilustrace 06: Ratingové škály Big Three včetně investičních kategorií

Pozn: červená linie odděluje investiční stupně od spekulativních

Moody's		S&P		Fitch		Rating description	
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime	
Aa1		AA+		AA+		High grade	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1		P-2	A+	A-1	A+	F1	Upper medium grade
A2	A		A				
A3	A-2		A-	F2	Lower medium grade		
Baa1			BBB+			BBB+	
Baa2			P-3	BBB		BBB	F3
Baa3	BBB-	A-3		BBB-			
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+		Highly speculative	
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		C	CCC+	C	CCC+	C	Substantial risks
Caa2			CCC		CCC		
Caa3			CCC-		CCC-		
Ca			CC		CC		Extremely speculative
	C		C		Default imminent		
C		RD	D	DDD	D	In default	
/		SD		DD			
/		D		D			

Zdroj: [27]

3.5 SPECIFIKA SUVERÉNNÍHO RATINGU

Hodnocení suverénního rizika se liší dle ratingové agentury. Každá agentura poměřuje jiné indikátory a přikládá jim jinou váhu. Obecně lze kritéria rozdělit na kvantitativní a kvalitativní. Kvantitativní kritéria jsou objektivně měřitelná a lze je vyjádřit matematicky, pravděpodobnostně či statisticky. Např. může jít o růst HDP, rozdíl inflačního cíle od skutečné inflace apod. Kvalitativní kritéria nejsou objektivně měřitelná a je potřeba je nějak vyčíslit nebo podložit kvantitativními indikátory. Zde je tak tlak na subjektivní hodnocení odborníka a může docházet ke zkreslení ratingu od skutečné fundamentální úrovně. Jedná se např. o odolnost suverénní entity vůči šokům, politické klima dané země nebo také image a důvěra na finančních trzích. Těmto kritériím je následně tabelárně připsán dílčí rating a jejich váženým průměrováním získáváme celkový rating dané suverénní entity. Ten je tak souhrnem ratingu přisouzeného dle jednotlivých dílčích kritérií.

Standard & Poor's rozděluje kritéria do 9 kategorií, které obsahují dílčí kritéria:

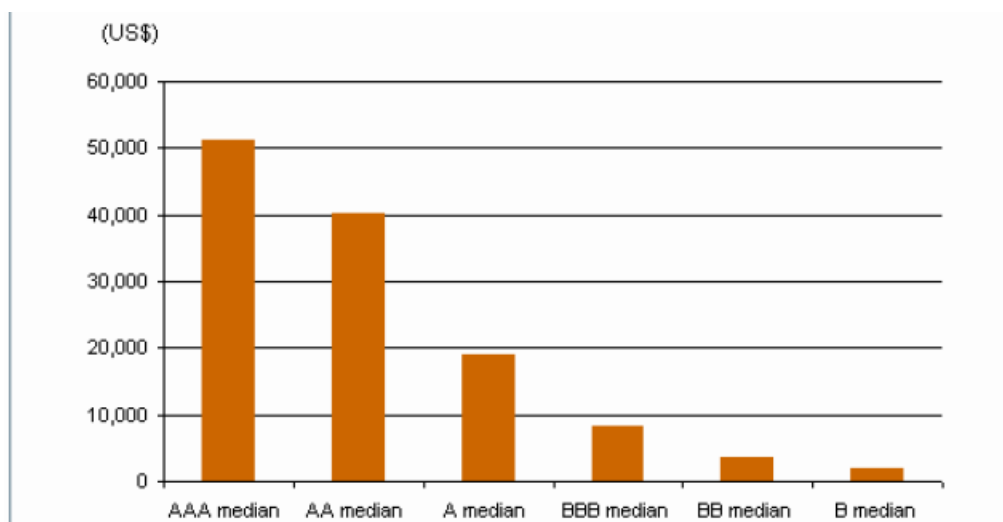
1. Politické riziko;
2. Ekonomická struktura;
3. Výhled ekonomického růstu;
4. Fiskální flexibilita;
5. Obecné vládní dluhové břemeno;
6. Mimorozpočtové a podmíněné závazky;
7. Monetární flexibilita;
8. Externí likvidita;
9. Externí dluhové břemeno. [10]

Politické riziko pohlíží na instituce, systém jako celek i jednotlivé procesy v dané zemi. Stabilita, předvídatelnost a transparentnost jsou klíčovými parametry pro pochopení fungování politických institucí a odhadnutí rychlosti jejich reakce na případné strukturní nedostatky. S&P analyzuje, nakolik hostilní je politické prostředí a jak často dochází ke změnám vlády. Zároveň také pohlíží na pravděpodobnost bezpečnostních hrozeb pro danou zemi, a to jak externích

(např. vztahy se sousedícími zeměmi), tak interních. Při otevřené hrozbě totiž rostou výdaje na obranu, které tlačí fiskální politiku směrem k hlubším deficitům, zastavují tok investic a mohou potenciálně destabilizovat platební bilanci. Z hlediska politického systému se jako nejvhodnější jeví demokracie, především je ale kladen důraz na efektivní a nezávislou soudní moc (z hlediska vymáhání pohledávek) a svobodu slova (aby nedocházelo ke vzniku informačních mezer). Silné v této kategorii jsou země EU kvůli mezinárodní spolupráci v daném regionu, koordinaci hospodářských politik a jasně nastaveným transparentním pravomocím jednotlivých institucí. Na opačném konci spektra stojí např. Keňa, která je stížena ostrou divizí (kulturní, politickou i sociální) ve společnosti, a to se promítá do celého politického systému.

Ekonomická struktura zkoumá nastavení ekonomiky a její tendence k chybám a šokům. Tržní ekonomiky s právně vymezenými majetkovými právy bývají méně náchylné k chybám hospodářské politiky a ctí práva věřitelů více než struktury s dominantnějším postavením veřejného sektoru. Např. tržní reformy v tranzitivních ekonomikách střední a východní Evropy vyústily spolu s jejich přiblížením západním ekonomikám také ve zlepšení jejich ratingu (např. Česká republika nebo Slovinsko). Jednalo se především o reformy v oblasti omezení fiskální nerovnováhy, podpory flexibility na trhu práce, posílení domácího finančního trhu a otevření se zahraničnímu obchodu. Nízké hodnocení v této kategorii tak nesou úzce zaměřené ekonomiky se slabým a nevyvinutým finančním trhem a nerovnoměrně rozloženým bohatstvím. Dále však mohou reflektovat např. vysoce zapákový a nevyvinutý soukromý sektor, nafouklý a neefektivní veřejný sektor a strukturální překážky růstu. S&P potvrzuje významnou korelaci této kategorie s ukazatelem hospodářské úrovně HDP/obyv. Země s vyšším ukazatelem HDP/obyv. a zároveň s relativně rovnoměrným rozložením příjmů jsou totiž schopné lépe udržet veřejný dluh a jsou více připravené čelit náhodným šokům. Rating této kategorie se tak nemění cyklicky, ale hodnotí se schopnost překonat recesi či jiné šoky, které by ji mohly vyvolat.

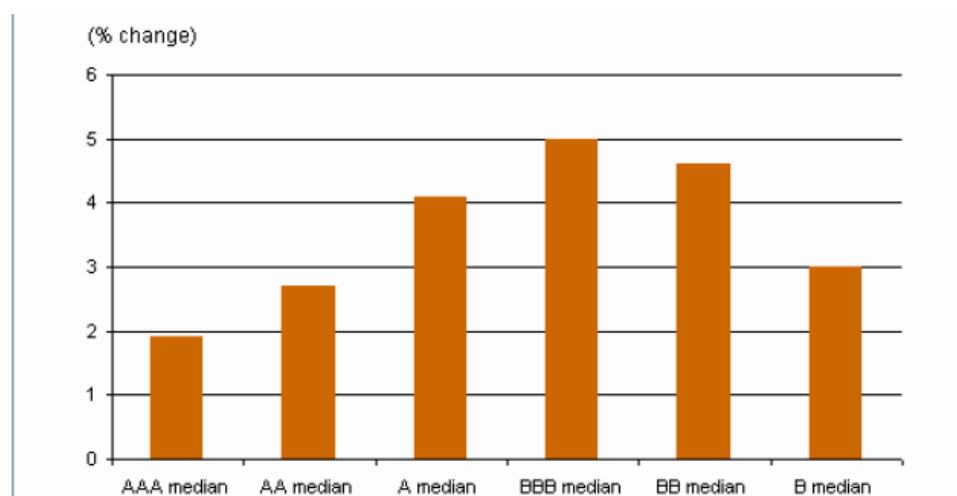
Ilustrace 07: Korelace HDP/obyv. (2008) a připisovaného ratingu dané zemi



Zdroj: [10]

Z hlediska kategorie ekonomického růstu připisuje S&P vyšší rating zemím s dynamičtějším růstem (např. Čína), neboť tento růst poskytuje dané zemi určitou flexibilitu v hospodářské politice a zároveň je indikátorem vývoje ekonomiky do budoucna. Nicméně následně je třeba také zohlednit takové faktory jako fiskální nerovnováhu, strukturální překážky nebo konkurenceschopnost na světových trzích. Největší změny HDP/obyv. je možné pozorovat uprostřed škály, kde se nacházejí ekonomiky procházející reformami.

Ilustrace 08: Korelace % Δ HDP/obyv. (2008) a připisovaného ratingu



Zdroj: [10]

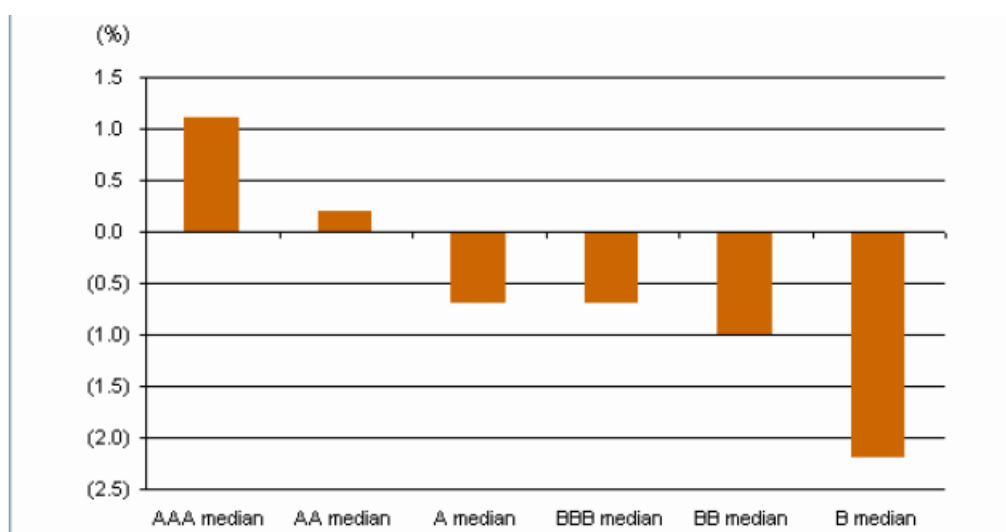
Fiskální flexibilita není odvislá pouze od vývoje rozpočtového salda, ale rating v této kategorii se odvíjí i od dalších fiskálních charakteristik. Důležitá je především flexibilita samotných příjmů a výdajů, které konstituují saldo, efektivita výdajových programů a vhodný mix nástrojů fiskální politiky. Ideálně by fiskální politika měla negativně korelovat s ekonomickým cyklem. Efektivní fiskální politika navíc vytváří podpůrné prostředí pro udržitelný hospodářský růst. Fiskální flexibilita tak zkoumá kolísání rozpočtového salda ve vztahu k danému nastavení ekonomiky a mixu nástrojů hospodářské politiky.

Z hlediska úrovně se hodnotí fiskální politika na národní úrovni, tedy jak centrální vlády, tak na úrovni regionálních a lokálních celků. Při porovnání pouze centrální úrovně každé země by docházelo ke zkreslení, neboť např. jednotlivé státy federace v USA hospodaří se svým vlastním rozpočtem, na rozdíl od např. ČR, kde tvorba rozpočtu je centralizována na nejvyšší úrovni. S ohledem na mimorozpočtové a podmíněné závazky vlády může být vhodné zkoumat i jinak/šířeji vymezené sektory, pro větší transparentnost fiskální politiky, která také ovlivňuje výsledné skóre.

Z hlediska rozpočtových příjmů se nejvyššímu skóre těší především ekonomiky s rozsáhlou daňovou základnou a nízkými daňovými sazbami, což by nemělo působit distorzně na ekonomický růst. Zároveň se zohledňuje i schopnost prosadit změny v daňovém systému bez větších politických a administrativních problémů. Na druhou stranu veřejné výdajové programy by měly pokrývat potřeby rezidentů v oblasti zdravotnické péče, vzdělání, infrastruktury atd., ovšem vše v souladu s daňovými příjmy a dostupným financováním.

Nízké skóre bývá připisováno zemím s legislativní ztuhlostí, politickými tlaky, korupcí a neflexibilními příjmy z důvodu vysokých daní a neefektivního výběru. Např. Indie získává v tomto ohledu nižší skóre, protože trpí na neflexibilní příjmy a výdaje, které dále komplikují obsluhu veřejného dluhu.

Ilustrace 09: Vztah deficit/HDP a uděleného ratingu



Zdroj: [10]

Z hlediska úrovně dluhu je těžké ekonomiky hodnotit, neboť země operují v jiných daňových a monetárních podmínkách, které mohou umožňovat různou úroveň dluhu. Pohlíží se tak na morálku dodržování závazků v minulosti. Dobrému ratingu dále napomáhá schopnost udržet náklady obsluhy dluhu na nízké úrovni. Země s vysokým dluhem, ale relativně nízkými náklady na jeho obsluhu (např. Japonsko), tak může mít lepší rating, než země s nižším dluhem, ale volatilními úrokovými náklady (Itálie).

Problém mimorozpočtových a podmíněných závazků tkví primárně v existenci nefinančních veřejných společností, které slouží k prosazování veřejných politik, avšak trpí nízkou ziskovostí a často nemají dostatečnou vybavenost základním kapitálem. To znamená, že jsou náchylné k selhání při realizaci ekonomických šoků. Při problémech těchto společností vláda musí podniknout kroky na jejich záchranu, neboť tyto subjekty slouží veřejnému zájmu. Jejich dluh je tak podmíněným závazkem vlády. Dále se však hledí i na příjemce významných vládních dotací a různých vládních podpor a výhod. Významným podmíněným závazkem je také finanční sektor, především systémové instituce se statusem *too-big-to-fail*. V případě systémové krize totiž vládní sektor musí tyto instituce sanovat a vykrýt šok, který by mohl způsobit kolaps domácího finančního trhu.

Monetární flexibilita je dalším důležitým faktorem, neboť monetární politika ovlivňuje mnoho aspektů ekonomiky a fungování finančních trhů. V této kategorii se zohledňuje chování cen v dané ekonomice, ale i ve vztahu k ostatním ekonomikám; dále využití a efektivita nástrojů monetární politiky na rozvinutém trhu s vyspělým finančním sektorem a všeobecná synergie monetární politiky, fiskální politiky a kurzového režimu. Pro srovnání: vysoké skóre v této kategorii dosahují země eurozóny s nízkou inflací, vyvinutými a transparentními finančními trhy, které umožňují monetární flexibilitu. Na opačné straně stojí např. Rusko s vysokou inflací a strnulým finančním trhem. V jiných zemích je monetární flexibilita omezována fiskální nerovnováhou, kdy vlády požadují po centrální bance profinancování svých deficitů. Jak je tedy patrné, šíře a hloubka finančních trhů je klíčová, neboť při heterogenní struktuře věřitelů vlády nedochází ke koncentraci dluhu vůči jednomu věřiteli, a vláda tak má menší podněty defaultovat.

Poslední dvě kategorie hodnotí externí finance daného suveréna, konkrétně externí likviditu a externí dluh. Externí likvidita se soustředí na schopnost vlády získat cizoměnové financování, ať už na devizových trzích nebo od centrální banky. Vhodným ukazatelem externí pozice a toků je samozřejmě platební bilance a její jednotlivá salda. Klíčové jsou v tomto ohledu ale především devizové rezervy, které slouží jako nárazník, když se platební bilance dostává do stresu, a tím často snižují úrokové náklady veřejného dluhu. Nicméně držba rezerv je poměrně nákladná, neboť samotné sterilizační nákupy cizích měn jsou drahé a devizové rezervy nepřinášejí téměř žádný výnos. Navíc přehnané hromadění rezerv může způsobit dysbalance na trhu ve formě různých kurzových tlaků a bublin. Je tedy potřeba poměřovat užitky ze snižování rizika s náklady. Otázka externí likvidity je nejvýznamnější u zemí s horším ratingem, kde velká část dluhu je vázána na zahraniční měny nebo investory. Při krizi tak dochází k prudké ztrátě financování ze strany zahraničních subjektů. Externí dluh je hodnocen z několika hledisek: především se jedná o strukturu splatnosti, měnovou diverzitu a citlivost na změny domácí úrokové sazby.

Obecně existuje mezera mezi ratingem v domácí měně a cizoměnovým ratingem. Ta je způsobena rozdílným kreditním rizikem jednotlivých typů dluhu. Vzniká hlavně u zemí, které získávají domácí financování na vyvinutém finančním trhu poměrně levně, ale přitom defaultují na externí dluh. Nicméně u členských států v měnových uniích (které budou předmětem dalších částí práce), neexistuje žádný rozdíl mezi ratingem domácího a zahraničního dluhu [10].

Agentury Fitch a Moody's pracují s podobnými kritérii, kterým však mohou připisovat jinou váhu, či mohou kritéria seskupovat do jiných kategorií. Obecně ale všichni hodnotí makroekonomickou, finanční, politickou a demografickou stabilitu a flexibilitu dané země a jejích finančních trhů s ohledem i na její mezinárodní politickou a ekonomickou pozici [28].

4. FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA V ZEMÍCH GIPS

Dluhová krize v eurozóně nebyla náhodným šokem, který znenadání výrazně postihl některé ekonomiky a uvrhl je do fáze hluboké recese. Ba naopak dluhová krize vznikla jako kumulace efektů předchozích nevhodných politik a rozhodnutí veřejného sektoru, chování domácností a firem na daném národním trhu a neudržitelnými stavy v zahraničním obchodu. Tyto nevhodné systémové faktory přizpůsobily negativní šok v podobě globální finanční krize (2007-2009). Dluhová krize se však neprojevila ve všech zemích, ale pouze v menší skupině ekonomik, pojmenované GIPS nebo mírně pejorativně PIGS (Portugalsko, Irsko, Řecko, Španělsko). Dopad dluhové krize však díky existenci hospodářské a měnové unie byl celoplošný a náklady této krize tak nesla EU jako celek (především ale ostatní země eurozóny).

Vrátíme-li se na počátek k sektorové rovnováze ekonomiky, zjistíme, že dlouhodobé trendy zastoupených veličin se výrazně podílely na tvorbě fiskální nerovnováhy, tzn. deficitů a de facto růstu veřejného zadlužení daných zemí nejen vůči domácím, ale i zahraničním subjektům.

$$BS = -(S - I) + NX$$

Pokud se zaměříme na faktory, které vytvoří tlak na fiskální nerovnováhu, konkrétně růst deficitu, lze je dle sektorové rovnováhy *ceteris paribus* vymezit následovně:

1. Růst soukromých úspor; (S)
2. Pokles hrubých soukromých investic; (I)
3. Pokles čistého exportu neboli výkonové bilance. (NX)

Pro lepší ilustraci následovně:

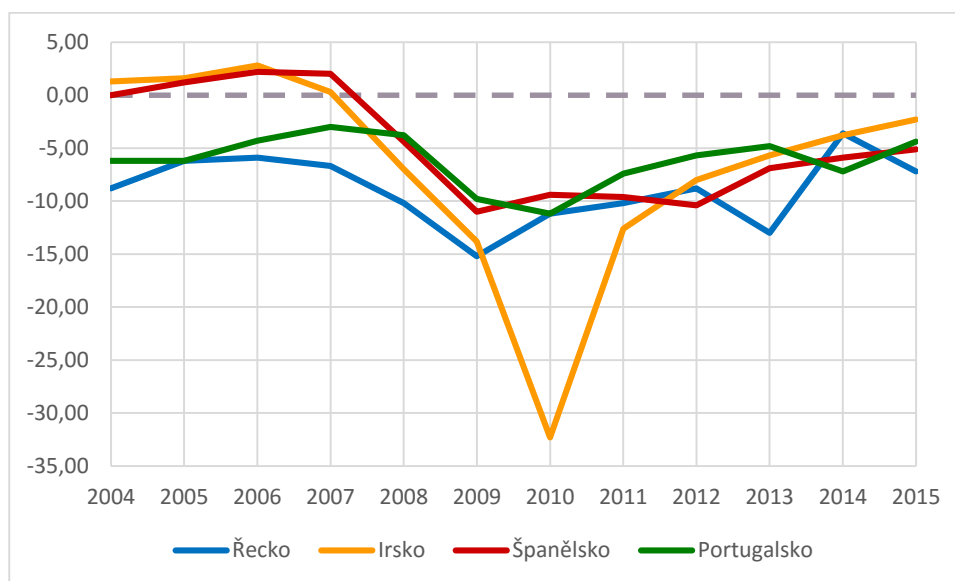
$$\downarrow BS = -(\uparrow S - \downarrow I) + \downarrow NX$$

V následujících kapitolách je nastíněn vývoj těchto veličin a vysvětleny determinanty, které ovlivňovaly jejich vývoj během dluhové krize.

4.1 ROZPOČTOVÉ SALDO/DEFICIT

Před globální finanční krizí měly ekonomiky GIPS stabilní úroveň rozpočtového salda vůči HDP. Španělsko a Irsko se dokonce nacházely v přebytku kolem 2-3 % HDP. Portugalsko a Řecko na druhou měly sice stabilní úroveň deficitu (Řecko kolem -6 % HDP; Portugalsko cca -4 % HDP), ovšem ani v této době se nejednalo o úroveň přípustnou dle Maastrichtských kritérií (-3 % HDP). Lze tedy vidět, že i v období reálného růstu nebyla vhodně nastavena fiskální politika, tedy vládní výdaje přesahovaly vládní příjmy. S příchodem krize musel veřejný sektor začít stimulovat ekonomiky a profinancovávat náklady soukromého sektoru, finančního sektoru a zahraničního sektoru pro zmírnění dopadů krize. Objevily se však strukturální problémy (viz kap. 5), které se výrazně podepsaly na přehoupnutí Irska a Španělska na stranu rozpočtového deficitu a dalším prohloubení deficitů u Portugalska a Řecka. U všech zemí se následně od roku 2011 roční úroveň deficitů zlepšovala, především Irsko a Španělsko přistoupily k rostoucímu trendu vstříc vyrovnanému rozpočtovému saldu. Řecko a Portugalsko po období zlepšení aktuálně kolísají mezi -3-8 % HDP u Řecka, respektive -5-7 % HDP v případě Portugalska.

Ilustrace 10: Vývoj deficitů zemí GIPS



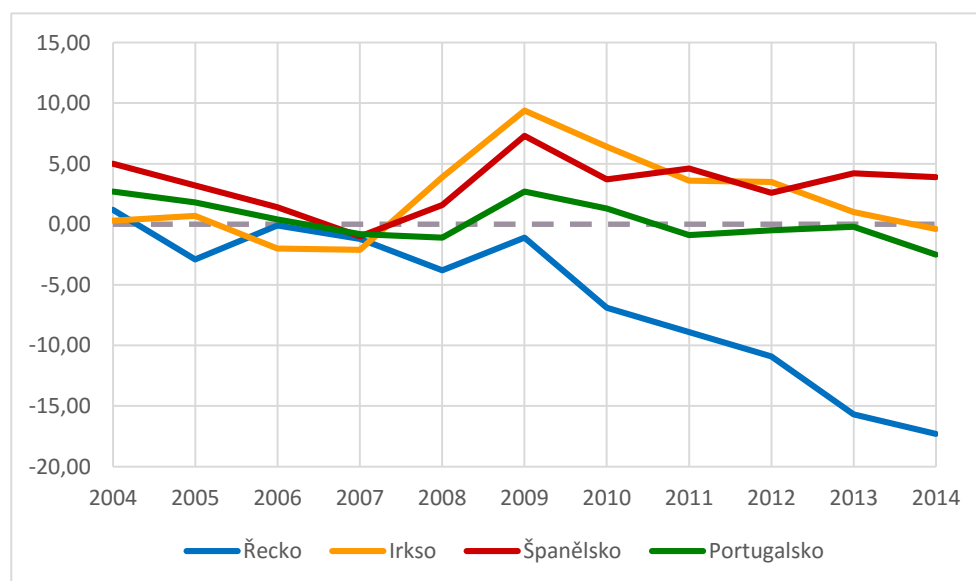
Zdroje: OECD

4.2 ÚSPORY

Z hlediska úspor domácností ekonomiky GIPS vykazovaly až do projevů krize klesající charakter průměrné míry úspor. Španělsko z přibližně 5 % kleslo na efektivně -1% podíl úspor vůči HDP. Dlouhodobý klesající trend úspor vykazovalo i Portugalsko. Naproti tomu země jako Řecko a Irsko se již před krizí dostaly až na zápornou míru úspor, to efektivně znamená, že domácí úspory nejsou schopny pokrýt domácí spotřebu. Rozdíl tak musí být profinancován dluhem. Obě země však prakticky kolísaly kolem nulové hranice. Tento vývoj lze připsat spotřební orientaci daných ekonomik, především u Portugalska a Řecka, která byla umožněna nízkými úrokovými sazbami jako výhody z členství v eurozóně.

Tento stav se změnil s příchodem globální finanční krize. Všeobecně jsou jakékoliv formy ekonomických a finančních krizí doprovázeny růstem nejistoty spotřebitelů, kteří začnou více šetřit místo spotřeby a zvýší tím podíl úspor k HDP. Všechny jmenované země tak vykázaly růst míry úspor v průměru o 5-10 % mezi lety 2007-2009. Růst úspor v těchto letech byl tedy jeden z faktorů růstu deficitů v těchto ekonomikách. Lze však vidět, že po opadnutí první vlny krize se trend vrací opět k poklesu míry úspor domácností (hlavně v Řecku) [29].

Ilustrace 11: Úspory domácností v zemích GIPS jako % HDP



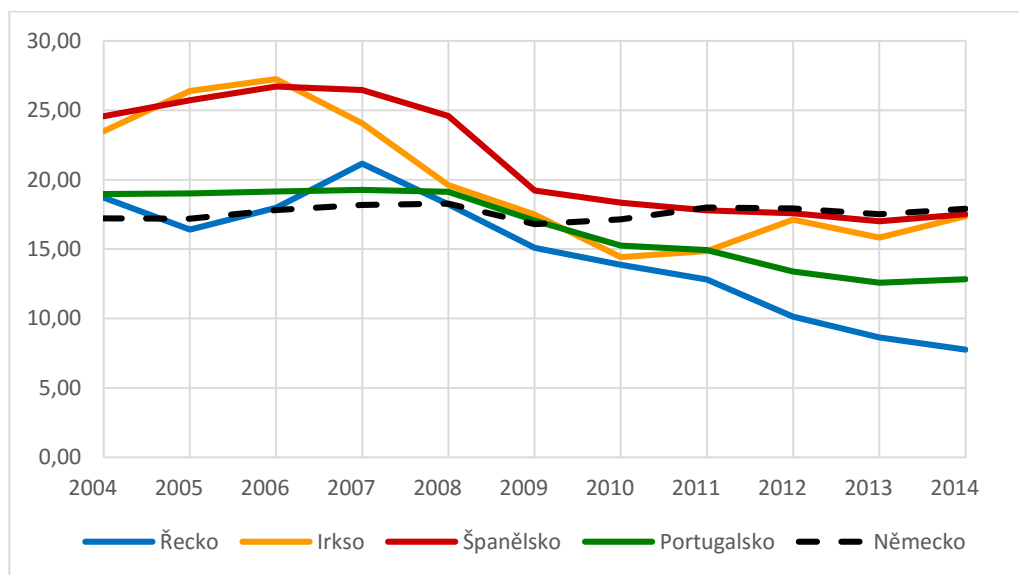
Zdroj: OECD

4.3 INVESTICE

Při pohledu na míru hrubých privátních investic zemí GIPS lze říci (především v porovnání s mírou investic v Německu), že jejich vývoj je poněkud méně stabilní. To by mohlo naznačovat na tvorbu investičních bublin. Patrný je nárůst míry hrubých privátních investic ve Španělsku a Irsku, který je spojen s nemovitostní (rezidenční) bublinou. To je však skupina investic, které reálně nedopadají do produktivity dané ekonomiky, protože nezvyšují kapitál dané země, a slouží k uspokojení základních potřeb. Tato bublina byla opět podpořena nízkými úrokovými sazbami v eurozóně jako celku.

V momentu prvních náznaků krize dochází k zastavení toku investic a nafouklé investiční bubliny splaskávají. V případě Irska došlo k poklesu mezi lety 2006-2010 o přibližně 11 % podílu investic na HDP, u Španělska pak přibližně o 8 %. U Portugalska a Řecka se míra investic od počátku stále snižuje. Objem portugalských investic se od roku 2007 propadl o cca 6,5 % HDP, u řeckých investic byl propad dramatičtější o přibližně 14 % [30, 31].

Ilustrace 12: Míra hrubých privátních investic zemí GIPS (v % HDP)



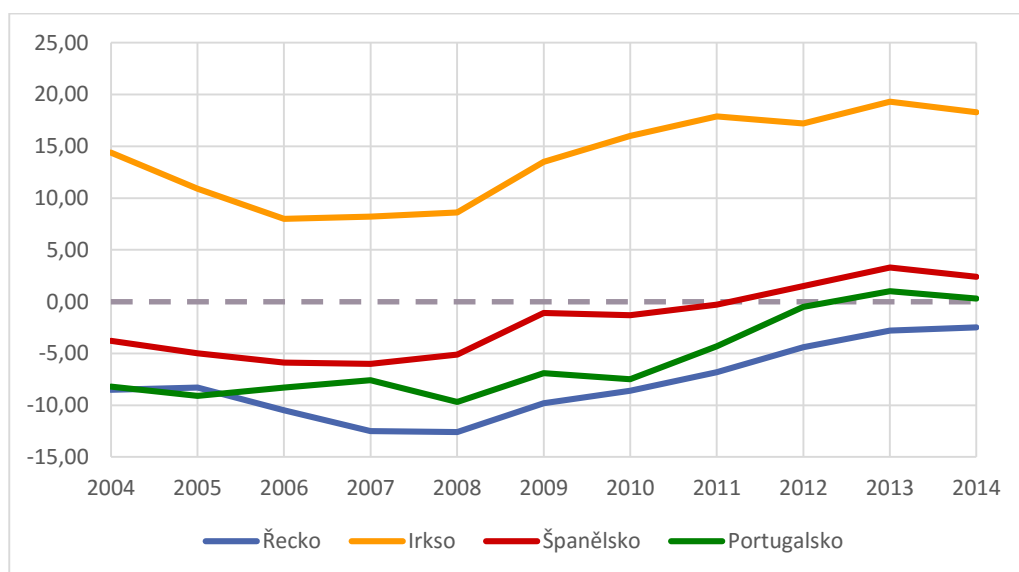
Zdroj: Eurostat

4.4 VÝKONOVÁ BILANCE

Při pohledu na výkonovou bilanci se Irsko mírně vymyká od ostatních ekonomik. Z průběhu irských čistých exportů je patrná exportní orientace dané ekonomiky. Naproti tomu deficity NX Španělska, Řecka a Portugalska naznačují převis importu nad exportem, tudíž spíše spotřební orientaci těchto zemí. Pokud zasadíme vývoj výkonové bilance do kontextu irské investiční bubliny, lze vyčíst, že tento investiční boom (2005-2007) musel být částečně podnícen i dovozem zahraničního kapitálu. Pokles NX, a lze předpokládat celého běžného účtu platební bilance (NCA), totiž musí být vykompenzován dovozem financování ze zahraničí v podobě zahraničních investic. Podobný, ale mírnější vývoj je možné sledovat i u Španělska.

Lze vyzorovat určitý paradox, neboť v momentě hlubokých deficitů veřejných rozpočtů (2008-2013) nereaguje výkonová bilance dle teorie poklesem, ale naopak roste. Lze to připsat účelu daných deficitů, které nebyly směřovány primárně na podporu spotřeby, ale byly použity na strukturální reformy, pro rozvoj konkurenceschopnosti a na podporu exportu. Dlouhodobý rostoucí trend výkonové bilance a především prudký nárůst u Irska naznačuje snahu ekonomik se tzv. „vyexportovat“ z dané krize, neboli exportem stimulovat růst.

Ilustrace 13: Vývoj výkonové bilance zemí GIPS v poměru k HDP



Zdroj: OECD

4.5 UDRŽITELNOST DLUHOVÉHO FINANCOVÁNÍ

Vrátíme-li se k podmínce udržitelnosti dlouhodobého financování (vymezena v kap. 1.3), můžeme spatřit jádro problému, ze kterého vyvstala dluhová krize v zemích GIPS.

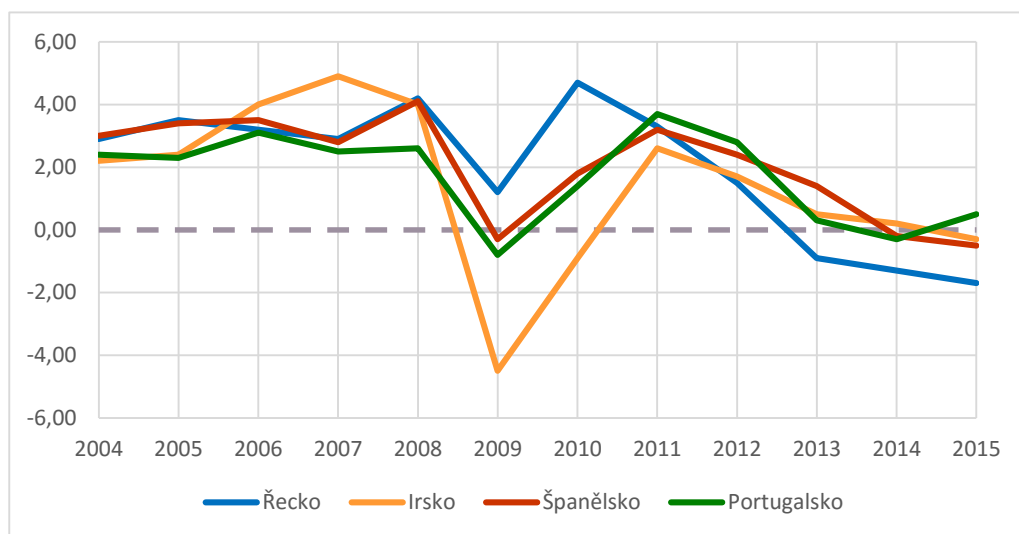
$$\frac{\Delta B_t}{\Delta HDP_t^R} = D_t^P + (i - \pi - y_{\% \Delta}^R) B_{t-1}$$

Meziroční změna veřejného dluhu narůstala, neboť primární deficit (vládní výdaje nad vládními příjmy) se v těchto zemích výrazně zhoršoval oproti ostatním ekonomikám eurozóny, kde kolísal na stabilní udržitelné úrovni, či cyklicky probíhal od deficitu k přebytkům. Tento vývoj se následně promítá do kumulovaného dluhu předchozích let. Zadlužení těchto zemí nabralo za posledních 10 let strmou dráhu směrem vzhůru (viz kapitola 5).

Faktory ovlivňující obsluhu veřejného dluhu také nesvědčily ve prospěch zemí GIPS. Vzhledem k šoku v podobě globální finanční krize a strukturálním nedostatkům, které ji ještě prohloubily, klesla v těchto zemích prudce úroveň reálného HDP. Meziroční propad dosahoval v nejhorším momentě -3 až -4% u Španělska a Portugalska, -6 % v případě Irska a -9% v případě Řecka.

Dalším nepříznivým faktorem byla i nízká míra inflace. Ta je v rámci eurozóny nastavena Evropskou centrální bankou jednotnou politikou cenové stability, tzv. cílováním inflace, kdy tím, že se CB zaváže dosáhnout nastavené míry inflace, dochází k její stabilizaci na této úrovni. Dlouhodobě se tak v eurozóně pracuje s inflačním cílem 2 %, který investoři víceméně internalizovali do svých investičních očekávání. Země PIGS tedy nemohly využít rostoucí inflace jako způsobu reálného snížení úrokových nákladů. Navíc během globální finanční krize a především i v současné době (klesající cena ropy, stagnace ekonomického růstu) upadá eurozóna jako celek směrem k deflaci. Tato deflace, ač se s ní Evropská centrální banka snaží bojovat především snižováním hlavní úrokové sazby, však dále prodražuje náklady na obsluhu dluhu a tím může opět ohrozit prohloubení deficitů problémových zemí.

Ilustrace 14: Vývoj Inflace v zemích GIPS (% meziroční změna CPI)



Zdroj: OECD

Posledním faktorem je nominální míra výnosu požadovaná investory za vládní dluhopisy. Se zhoršujícím se ratingem investoři začali požadovat stále vyšší výnos. Maxima přitom bylo dosaženo prudkým nárůstem výnosu z vládních dluhopisů v letech 2011/2012 (kromě Španělska; viz kapitola 5).

$$\uparrow \frac{\Delta B_t}{\Delta HDP_t^R} = \uparrow D_t^P + (\uparrow i - \downarrow \pi - \downarrow y_{\% \Delta}^R) \uparrow B_{t-1}$$

V celku tak žádný z faktorů nenahrával udržitelnému financování veřejného dluhu. Není tedy s podivem, že se země dostaly do hluboké dluhové krize, která jejich situaci ještě více zhoršila.

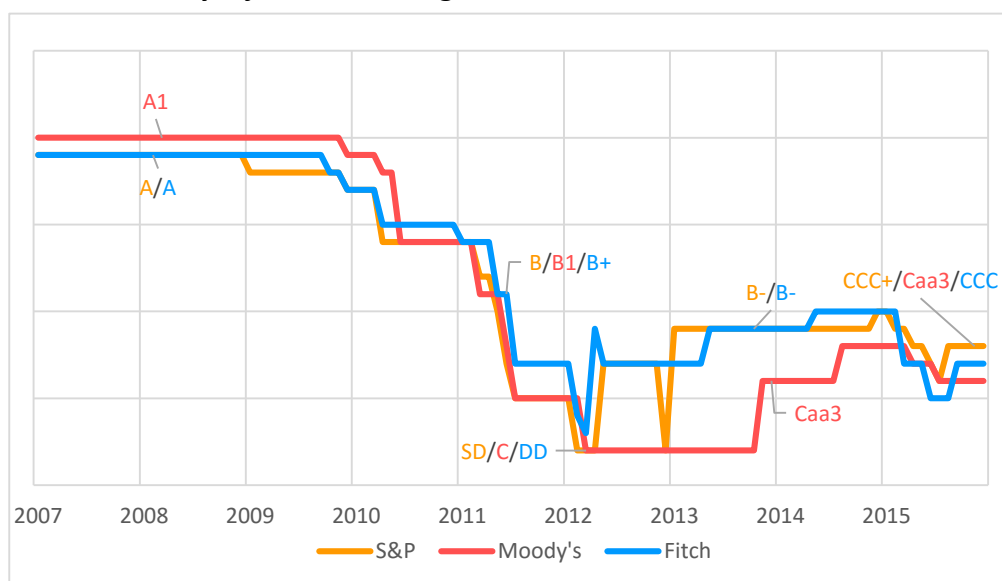
5. RATING V JEDNOTLIVÝCH ZEMÍCH GIPS A JEHO FAKTORY

5.1 ŘECKO

Řecký rating se vyvíjel poněkud turbulentně a pružně reagoval na aktuální vývoj krizové situace. Na počátku všeho, před krizí, si Řecko drželo poměrně dobrý rating A, resp. A1 od hlavních tří agentur. S postupem krize řecký rating poměrně kolísal a strmě padal, dokonce až na defaultní úroveň. K obnově ratingu došlo až v roce 2013, u Moody's až 2014. Nicméně nebyl to návrat na výsluní, Řecko se stále nacházelo na nízkých spekulativních pozicích, s dočasným menším propadem v roce 2015. Aktuálně si drží rating CCC+ u S&P, CCC u Fitch a ve srovnání nejhůře u Moody's - Caa3.

Výrazné kolísavé skoky a rozdíly v ratingu o velký počet stupňů svědčí o tom, že rating skutečně podléhá subjektivně nastaveným modelům a rozhodnutí expertů. Rozdíl mezi S&P/Fitch a Moody's v letech 2012-2014 ukazuje na rozdílná hodnocení situace experty a jejich „víru“ ve zlepšení daného vývoje. Moody's např. dlouhodobě (2012-2014) držela řecký rating na defaultní úrovni C. S&P snižovala rating Řecka na defaultní úroveň pouze skokově a dočasně. Agentura Fitch snížila rating nejnižší na defaultní stupeň DDD, tedy ve srovnání nejlépe ze všech tří agentur.

Ilustrace 15: Vývoj řeckého ratingu

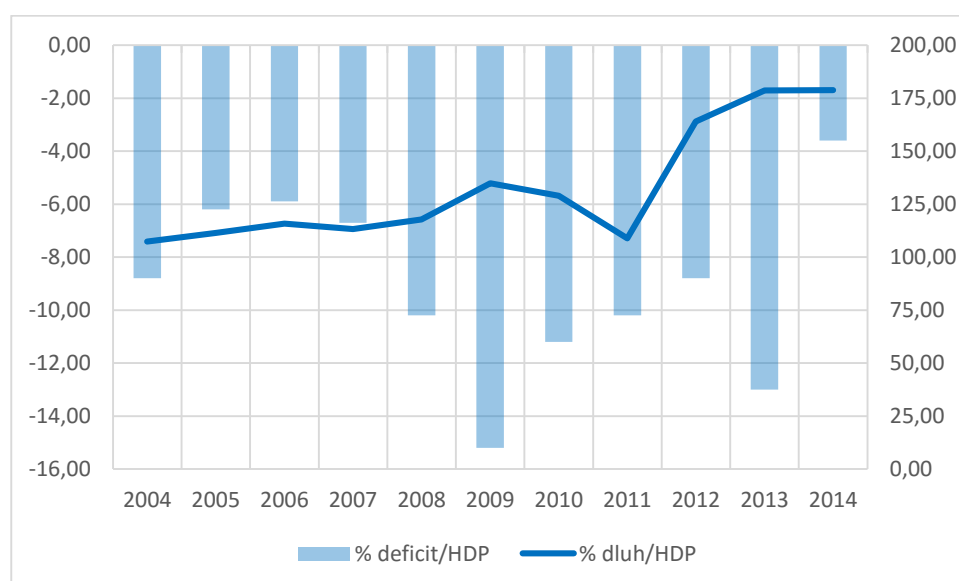


Zdroj: vlastní zpracování dle Trading Economics

Faktory, které ovlivnily řecký rating, přispěly následovně. Řecko dlouhodobě vykazovalo poměrně hluboké deficity oproti kritériím stanoveným Maastrichtskou smlouvou. Deficity se pohybovaly před krizí ve svém minimu kolem 6 % HDP, tedy dvojnásobek 3% kritéria nastaveného pro vstup do eurozóny. S příchodem krize se deficity dále prohloubily v roce 2009, dokonce na více než 15 % HDP. Poté byl nastolen trend ke zlepšení deficitů směrem k cca 9 % HDP, nicméně v roce 2013 došlo k dalšímu propadu na 13 % HDP. Poslední vývoj naznačuje zlepšení, v 2014 ke skokovému snížení deficitu na 3,6 % HDP.

S tímto průběhem souvisel i vývoj zadlužení, které už před krizí přesahovalo úroveň HDP a s nadměrnou výší deficitů rostlo dále. Řecký veřejný sektor tak výrazně přesahoval maastrichtské kritérium 60 % veřejného dluhu v poměru k HDP. Pokles veřejného dluhu v roce 2011 byl způsoben odpouštěním části dluhu věřiteli v rámci záchranného balíčku pro Řecko.

Ilustrace 16: Vývoj deficitů a veřejného dluhu Řecka

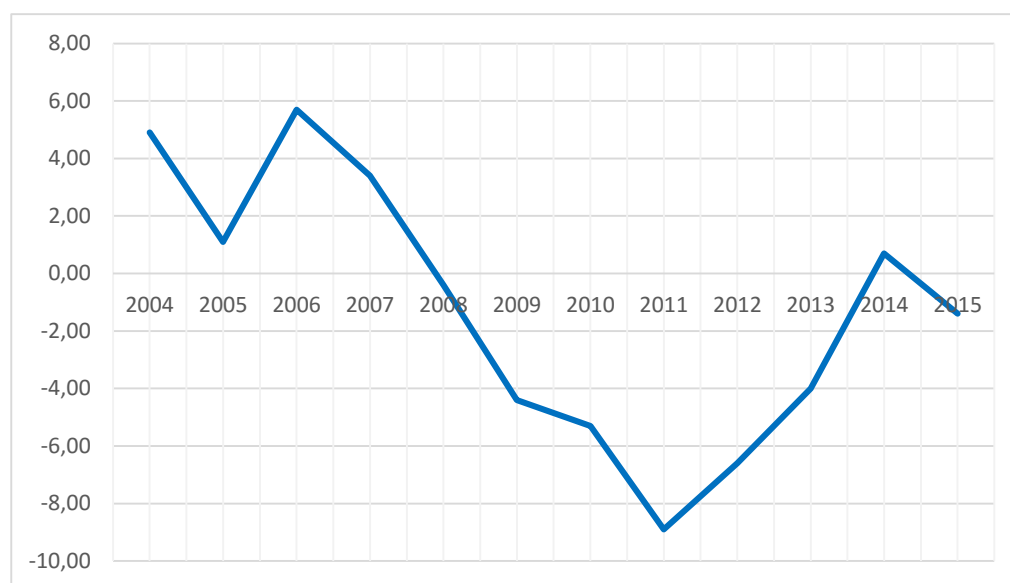


Zdroj: OECD

Tato nepříznivá situace veřejných rozpočtů je výsledkem politiky sociálně zaměřených vlád od poloviny 90. let, které se vyššími deficity snažily zvýšit ekonomickou a životní úroveň v Řecku. Tato politika ale nebyla vůbec slučitelná se snahou Řecka o vstup do měnové unie, a tak Řecko nenaplnilo kritéria pro

vstup do systému ERM II pro přechod na euro. Řecká vláda se tedy údajně uchýlila k šedým praktikám, které spočívaly ve vyvádění některých výdajů mimo rozpočet a v úpravě statistik skrze vykazování podle jiných pravidel než bylo předepsáno. Ke snížení dluhu dopomohla i devalvace drachmy. Po vstupu do eurozóny získalo Řecko opět přístup k levnému financování, které mohlo dále podpořit další zadlužování veřejného sektoru [32].

Ilustrace 17: Vývoj reálného HDP Řecka (v % změnách)



Zdroj: OECD

Tato expanzivní fiskální politika podpořila růst, který byl v porovnání s ostatními zeměmi relativně nadstandardní a těsně před vypuknutím globální finanční krize dosahovalo řecké HDP meziroční změny cca 4-6 %. Vzhledem k tomu, že celý tento růst byl financován dluhem, rostoucí spotřebou a nikoliv investicemi a exportem, v momentě krize došlo k prudkému propadu reálného HDP a Řecko se dostalo do dlouhé recese trvající od 2008 doposud. Vzhledem k tomu, že deficity ani v rámci krize nebyly směřovány do strukturálních reforem na podporu ekonomiky, ale na stimulaci spotřeby, ocitlo se Řecko v jakémsi začarovaném kruhu recese. Dna dosáhlo Řecko v roce 2011 s reálným propadem HDP o 9 %. Mírné zlepšení přišlo v roce 2014, kdy došlo k malému růstu, v roce 2015 se však reálné HDP opět propadlo.

V jádru krize stojí hluboce zakořeněné strukturální problémy Řecka. Ty byly natolik rozsáhlé, že způsobily neefektivní alokaci veřejných prostředků a v důsledku tak jejich plýtvání. Hlavním nedostatkem byla určitá mezera moci mezi relativně silnou exekutivou jako celkem, jejíž pravomoci však byly poměrně roztržené v rigidní a neefektivní byrokratické struktuře. To se projevilo v tvorbě rozpočtu, který byl členěn do velkého množství položek (cca 14 000), což v reálu způsobilo neefektivní kontrolu výdajů. S tímto problémem dále souvisí neefektivní výběr daní a rozsáhlé daňové úniky.

Dalším strukturálním problémem byla politická kultura, která na jednu stranu prosazovala liberální principy a struktury, ale na druhou stranu byla protkána klientelismem a korupcí. Tento systém tak bránil některým potřebným reformám především pro oblast zdravotnictví, státního důchodu a trhu práce. Poměrně (možná až příliš) silnou pozici zastávaly odbory, ale pouze ve státním sektoru a velkých firmách. Malé a střední podniky byly v tomto ohledu prakticky bez zastoupení. Rigidity na trhu práce způsobily rozvoj šedé a černé ekonomiky, kde nabízely pracovní flexibilitu. Neformální ekonomika se tak začala rozrůstat na přibližně 29,5 % HDP (2010).

Vzhledem k překážkám pro prosazení reformy, nebyla řecká vláda schopná prosadit jakékoliv reformy týkající se flexibility platů a mezd. Z toho důvodu se fiskální politika jako celek stala hrubě nepřizpůsobivou, a vládní výdaje tak nemohly korespondovat aktuálním potřebám ekonomiky. Exekutivně jednodušší v tomto ohledu bylo zvýšit daně, které však trpěly na rozsáhlé úniky; nebo privatizovat státní majetek. Mimo tyto faktory začala prudce klesat konkurenceschopnost řeckého vývozu. Tím se prohluboval deficit běžného účtu platební bilance. Do ekonomiky ale proudilo minimum přímých zahraničních investic [33].

Z makroekonomického hlediska tak vláda nezadržitelně zvyšovala svůj veřejný dluh. To se neobešlo bez zájmu partnerů v eurozóně, kteří samozřejmě sledovali určitou fiskální disciplínu, neboť problémy jednoho státu se přenášejí na

eurozónu jako celek. Krize v Řecku by tak mohla ohrozit finanční a ekonomickou stabilitu v jiné členské zemi.

Nezadržitelný růst zadlužení, neschopnost udržovat požadovanou fiskální disciplínu a pochybnosti o vykazovaných statistikách v kombinaci s reálnou ekonomickou recesí a strmě padajícím ratingem (až na úroveň defaultu) zapříčinily růst výnosu z řeckých vládních dluhopisů. Počátek nedůvěry v řecké vládní dluhopisy lze vypozařovat v roce 2010, kdy výnos z původních cca 5 % u 10letých vládních dluhopisů vystoupal za dva roky na astronomickou úroveň výnosu 36 %. Tento prudký nárůst efektivně zablokoval možnosti Řecka refinancovat svůj dluh.

Ilustrace 18: Vývoj výnosu z řeckých vládních dluhopisů



Zdroj: invesing.com

Řecko tak bylo odkázáno na oficiální vládní pomoc. První finanční injekce v hodnotě 110 mld. EUR byla vyjednána pro pokrytí období 2010-2013, doprovázely ji však požadavky na privatizaci státních aktiv, strukturální reformy a balíčky škrťů vládních výdajů. V roce 2011 po nepovedené implementaci prvotního ozdravného balíčku a spolu s prohlubující se recesí bylo zjištěno, že bude potřeba větší injekce v hodnotě 130 mld. EUR, z čehož významná část byla soustředěna na rekapitalizaci bankovního sektoru. Soukromí věřitelé navíc byli

nucení podepsat dohodu o prodloužení splatnosti, snížení výnosu a ztráty nominální hodnoty u jejich řeckých dluhopisů. Takto vyjednané podmínky byly nakonec schváleny řeckým parlamentem až v únoru 2012, kdy 240 mld. EUR mělo v pravidelných tranších do roku 2014 financovat obnovu řecké ekonomiky. Díky politické rigiditě si však problémy s implementací ozdravných opatření vyžádaly další revize plánu v podobě dalšího odpuštění dluhu a navýšení finanční pomoci. Zlepšení situace v letech 2013 a 2014 umožnilo Řecku návrat na finanční trhy a možnost financovat se standardně emisí dluhopisů.

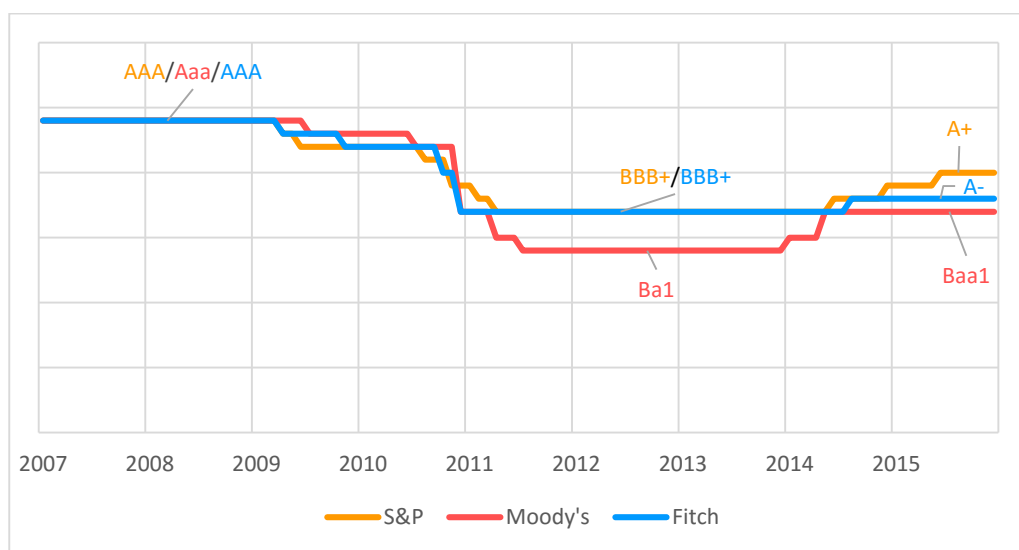
Nárůst výnosu od konce roku 2014 byl způsoben opětovným pádem do recese a politickou nestabilitou danou pádem vlády a předčasnými volbami. Neochota nové levicové vlády plnit dohodnuté požadavky přiměla „trojku“ (Evropskou centrální banku, Evropskou komisi a Mezinárodní měnový fond) pozastavit záchranný program, dokud řecká vláda nepřijme nastavené požadavky. Po odmítavém referendu o přijetí podmínek věřitelů začala řecká vláda s trojkou jednat nanovo. Dohoda byla dosažena, pomoc byla ale podmíněna konkrétními reformami jako zvýšením daně z přidané hodnoty (která je méně náchylná na úniky) a zvýšením důchodového věku a další privatizací státního majetku (výnos z ní bude částečně použit ke splacení dluhu a částečně investován). Aktuálně tedy Řecko nastavilo směr vstříc obnově, která však bude určité období trvat [34].

5.2 IRSKO

Irský rating (spolu se španělským) oproti ostatním zkoumaným ekonomikám nezaznamenal příliš turbulentní průběh. Na počátku dluhové krize, až do začínajícího roku 2009, se Irsko těšilo *prime* ratingu od všech tří hlavních agentur. Následné downgrades suverénního ratingu nebyly přehnaně skokové, ale spíše postupné kromě prudkých změn na konci roku 2010. Nejdále ve snižování zašla agentura Moody's, která v polovině roku 2011 snížila rating na neinvestiční úroveň Ba1. Agentury Fitch a S&P se zastavily v downgrades na nižší střední investiční úrovni BBB+. Od roku 2014 pak byl nastaven trend směrem ke zlepšujícímu se ratingu Irska u všech agentur.

Při pohledu na stabilitu ratingu mělo Irsko nejstabilnější rating podle agentury Fitch, kdy došlo od roku 2007 ke 4 downgrades a následně jednomu upgrade v polovině roku 2014. Agentura S&P provedla u Irska celkem 6 downgrades, především to bylo dáno pozvolnými propady o několik stupňů. Ve fází zlepšení pak provedla 3, opět postupné, upgrades. Moody's, agentura s největším rozpětím irského ratingu, provedla během irské krize 5 downgrades, největší pak v na konci roku 2010 o 5 investičních stupňů. Od roku 2014 došlo ke zlepšení ratingu dvěma upgrades.

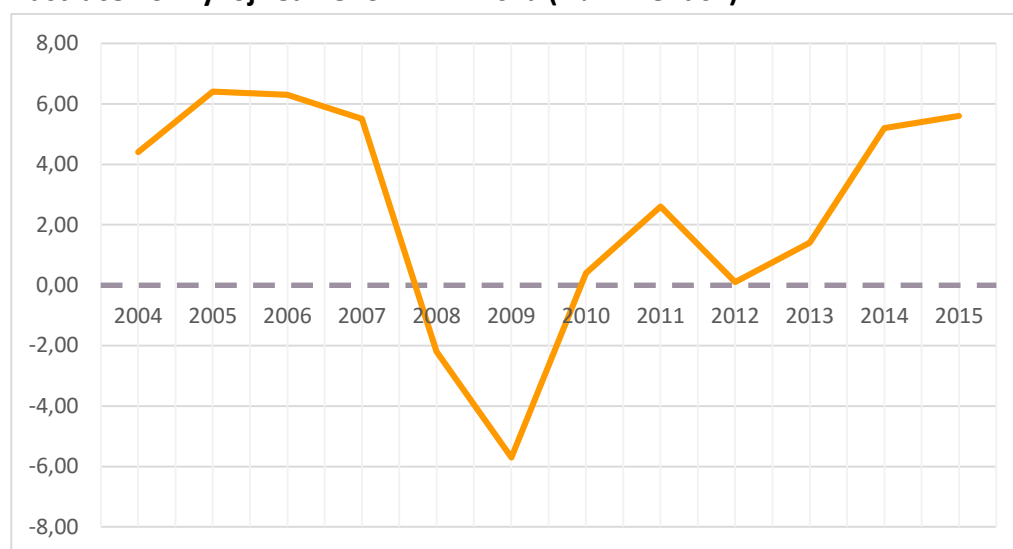
Ilustrace 19: Vývoj sovereign ratingu Irska



Zdroj: vlastní zpracování dle Trading Economics

Přibližně od 90. let do počátku globální finanční krize se Irsko nacházelo ve fázi výrazné konjunktury reálného HDP (meziroční změna HDP kolem 6 %). V tomto období se Irsku často přezdívalo *keltský tygr*. Tento boom byl podpořen především přílivem zahraničních investic do Irska za kvalifikovanou pracovní silou a daňově i regulatorně levným podnikatelským prostředím. Irsko se stalo jakousi vstupní branou do EU především pro americké investory. Významným faktorem byla i rostoucí produktivita práce irské pracovní síly.

Ilustrace 20: Vývoj reálného HDP v Irsku (v % změnách)



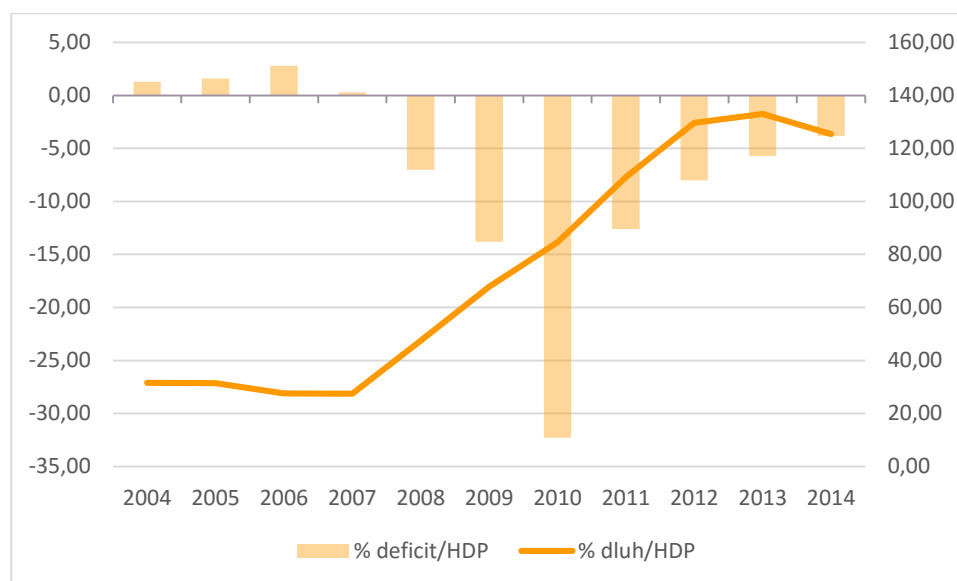
Zdroj: OECD

Tento pozitivní vývoj se projevil i v klesající nezaměstnanosti, která se kolem začátku milénia dostala na úroveň tzv. „plné zaměstnanosti“ kolem 4 %. Nicméně během první dekády nového milénia došlo ke změně charakteru růstu. Růst produktivity práce se začal zpomalovat, ekonomika však byla poměrně inflační (cca 4-5 % dle statistik OECD), což tlačilo mzdy vzhůru neúměrně produktivitě. Celkově se tak irský export stával méně konkurenceschopným a většina investic začala plynout do sektoru nemovitostí, který se tímto začal přehřívat. S tím byl samozřejmě spojen růst hypotéčních úvěrů jako zdroje financování této nemovitostní bubliny, který byl navíc podpořen rostoucími vládními výdaji, relativně drahými nájemnými a nízkými úrokovými sazbami díky členství v eurozóně. Poměrně uvolněný dohled nad bankami navíc umožnil v úhrnu relativně velké otevření bank vůči kreditnímu riziku.

V roce 2007 došlo k nasycení trhu s nemovitostmi a zároveň k hypoteční krizi, kdy banky začaly reportovat prodlení na splátkách. Ke konci roku 2008 se dostala do vážných problémů Anglo Irish Bank, především díky skandálu se skrytými úvěry. To vzbudilo nejistotu na irském trhu, především u ostatních bank, neboť byly poměrně závislé na financování skrze mezibankovní trh, který však byl značně stížen globální finanční krizí.

Pro obnovení určité míry jistoty na finančním trhu se irská vláda rozhodla pro radikální rozhodnutí, tedy pro celoplošnou garanci bankovních závazků a jejich případnou rekapitalizaci z veřejných prostředků. Veškeré tyto náklady tudíž padly do vládního deficitu. Po splasknutí investiční bubliny se výrazně snížily příjmy státního rozpočtu, neboť jejich velká část byla vázána na majetek. Konkrétně se to týkalo různých stavebních poplatků, daní z nemovitosti, a daní z příjmů z pronájmu a kapitálového zhodnocení majetku [35].

Ilustrace 21: Vývoj deficitu irské vlády a veřejného dluhu Irska



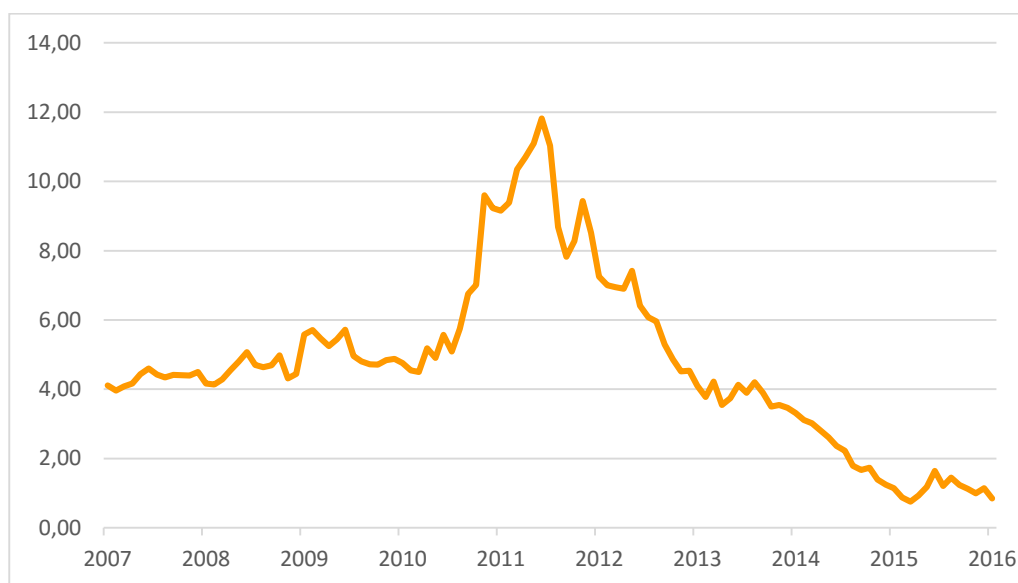
Zdroj: OECD

Tento nepříznivý vývoj irské ekonomiky a vládního deficitu byl shledán nedůvěryhodným, především pak v kontextu ostatních ekonomik eurozóny zmítajících se v problémech. Extrémním byl také z pohledu investorů nezadržitelný růst deficitu až k 32 % HDP v roce 2011. Astronomicky také

stouplo zadlužení veřejného sektoru z předkrizových 27,5 % na 133 % HDP v roce 2013. V posledních letech se již ale úroveň zadlužení opět snižuje.

Oproti předkrizové úrovni výnosu cca 4-6 % se financování irských deficitů stávalo stále nákladnější, neboť rostla riziková prémie na vládních dluhopisech a spolu s ní i jejich výnos, který vrcholil v polovině roku 2011 na necelých 12 % u 10letých vládních dluhopisů.

Ilustrace 22: Vývoj výnosu z 10letých irských vládních dluhopisů.



Zdroj: investing.com

Tento růst výnosu efektivně zablokoval přístup Irska k financování a bylo tak nuceno požádat o oficiální pomoc EU/IMF. K dohodě došlo na konci října 2010, kde bylo rozhodnuto o poskytnutí prostředků Irsku ve výši 85 mld. EUR (z čehož 17,5 mld. přispělo Irsko z vlastních zdrojů). Mimo jiné lídři EU poskytli Irsku další podporu v podobě prodloužení splatnosti závazků Irska a snížení úrokových sazeb.

Program mimo jiné obsahoval samozřejmě kroky k nápravě a obnově irské ekonomiky a finančního sektoru. Pozornost měla být směřována primárně na tři oblasti. První sférou byla obnova bankovního sektoru směrem k menšímu počtu subjektů, ale s výrazně lepší kapitalizací. Druhou oblastí byla fiskální

konsolidace zpět k udržitelným deficitům a úrovni dluhu. Třetí oblastí byly strukturální reformy pro obnovu konkurenceschopnosti a opětovné nasměrování vstříc udržitelnému růstu především skrze export.

Dá se říci, že obnova irské ekonomiky byla úspěšná, irská výkonová bilance vzrostla na přibližně současných 18 % HDP, tedy na vyšší úroveň, než Irsko vykazovalo před krizí. Vládní deficity se výrazně snížily a aktuálně se pohybují kolem 4 % HDP. To vše se samozřejmě odrazilo ve vývoji reálného HDP. Snaha Irska „vyexportovat se“ z krize byla úspěšná díky reálnému růstu, který se poměrně rychle po krizi obnovil (od 2010 plusová meziroční změna reálného HDP). V současnosti se pohybuje na srovnatelné úrovni jako před krizí a to na 6% meziročním růstu.

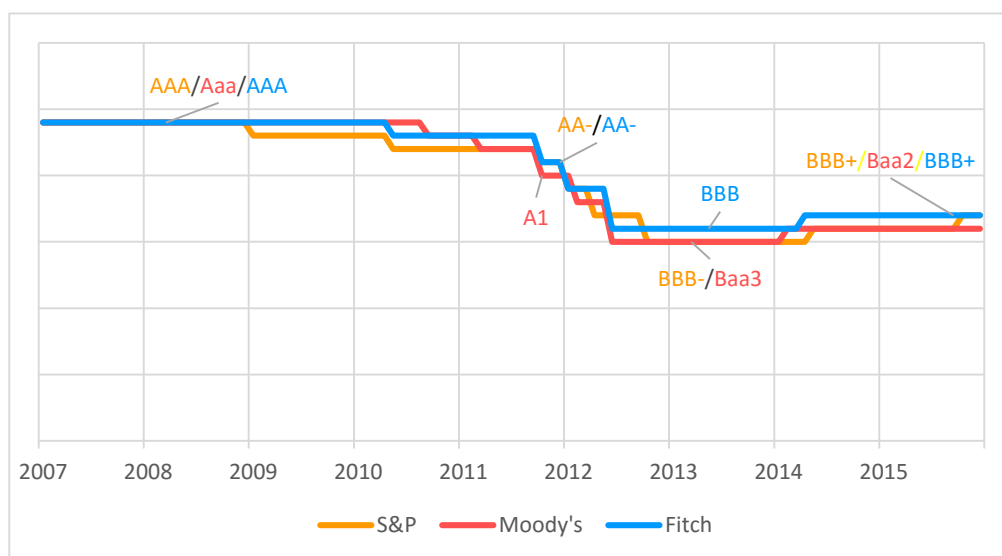
Tento celkový pozitivní vývoj přispěl i k obnově důvěry investorů v irské vládní cenné papíry. To lze vidět i v aktuálním tržním vývoji výnosů z nich. Od roku 2012 totiž trendově klesá míra výnosu z vládních dluhopisů a v současnosti se pohybuje kolem 1 % p. a. (u 10letých vládních dluhopisů), tedy přibližně 3 % pod předkrizovou úrovní [36].

5.3 ŠPANĚLSKO

Španělsko, podobně jako Irsko, začínalo v předkrizovém období na úrovni *prime* ratingu AAA (resp. Aaa) u všech agentur. Ač španělská krize je poměrně dlouhotrvající (cca od roku 2008 dodnes), nikdy nebyla tak závažná, aby ovlivnila výrazný pokles ratingu mimo investiční úroveň. Španělsko tedy jako jediná ze zkoumaných ekonomik nespadla (ani ve svém minimu) v době krize mimo investiční úroveň ratingu (ačkoliv hodnocení BBB-/Baa3 je hraniční pro investiční kategorii).

Downgrades španělského ratingu probíhaly víceméně synchronně mezi jednotlivými agenturami. Nejednalo se o skokové změny, ale spíše postupná snižování v průměru o 1-3 stupně. Jako první rating snížila agentura S&P při prvních projevech krize v roce 2009, která provedla v jednotlivých krocích 6 downgrades. V posledních dvou letech otočila trend směrem vzhůru a dvakrát upgradeovala španělský rating. Podobný průběh měl i rating od agentury Fitch. Ta španělský rating snížila do roku 2012 ve 4 downgrades. Zde se stabilizoval na nejvyšší úrovni ze všech agentur, následně tedy proběhl jen jeden upgrade, který vyrovnal úroveň S&P. Moody's provedl 5 downgrades a zastavil se na úrovni Baa3 srovnatelné s S&P. Na počátku 2014 pak provedla upgrade španělského ratingu, ale v komparaci s S&P/Fitch na nižší úrovni.

Ilustrace 23: Vývoj španělského ratingu



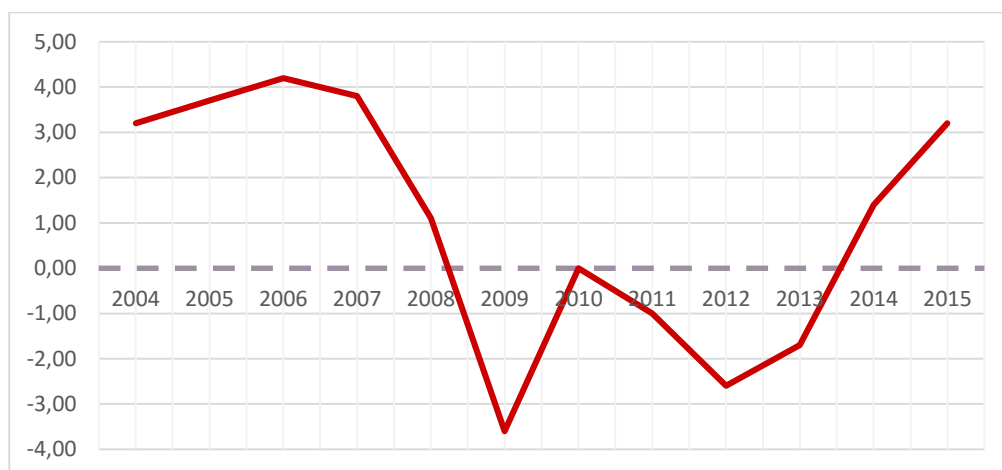
Zdroj: vlastní zpracování dle Trading Economics

Původ španělské krize tkví v neoliberálních reformách, které přijala španělská vláda na počátku milénia. Jednalo se převážně nejprve o reformu pozemkového zákona (z roku 1998), která změnila podmínky pro klasifikaci pozemku na urbanizovatelný a neurbanizovatelný, přičemž oproti minulosti byly nyní všechny pozemky považovány za urbanizovatelné, pokud nesplnily podmínky, které by určily opak. To mělo samozřejmě zvýšit nabídku pozemků, na nichž je možné stavět, snížit jejich cenu a podpořit investice do nemovitostí a přeneseně sektor stavebnictví a ekonomický růst. Druhá reforma, která měla tento vývoj dále stimulovat, byla reforma zákoníku práce (z roku 2002). Ten omezil práva zaměstnanců, a měl tak vytvořit větší poptávku po pracovní síle ze strany zaměstnavatelů. To se projevilo v poklesu nezaměstnanosti a přílivu zahraniční pracovní síly [37].

Bohužel v kombinaci s přílivem pracovní síly se nenaplnil původní předpoklad pozemkového zákona, což bylo snížit ceny pozemků a residenčního bydlení. Zvýšená poptávka po bydlení, tlačila nahoru ceny nemovitostí a následně pozemků, které ceny nemovitostí ještě zvýšily. Mzdy však byly díky zákoníku práce relativně strnulé.

Nicméně díky členství v eurozóně mělo Španělsko přístup k nízkým úrokovým sazbám. Nic nebránilo španělským domácnostem zadlužit se za velmi výhodných podmínek a brát si hypotéky na bydlení, jehož cena stále roste. V případě hrozícího defaultu tak může prodat danou nemovitost a pokryje daný závazek a ještě na tom vydělá. Zvyšovalo se tedy zadlužení privátního sektoru. A nic nebránilo růstu investic a stabilní spotřebě [38].

Ilustrace 24: Vývoj reálného HDP Španělska (v % změnách)

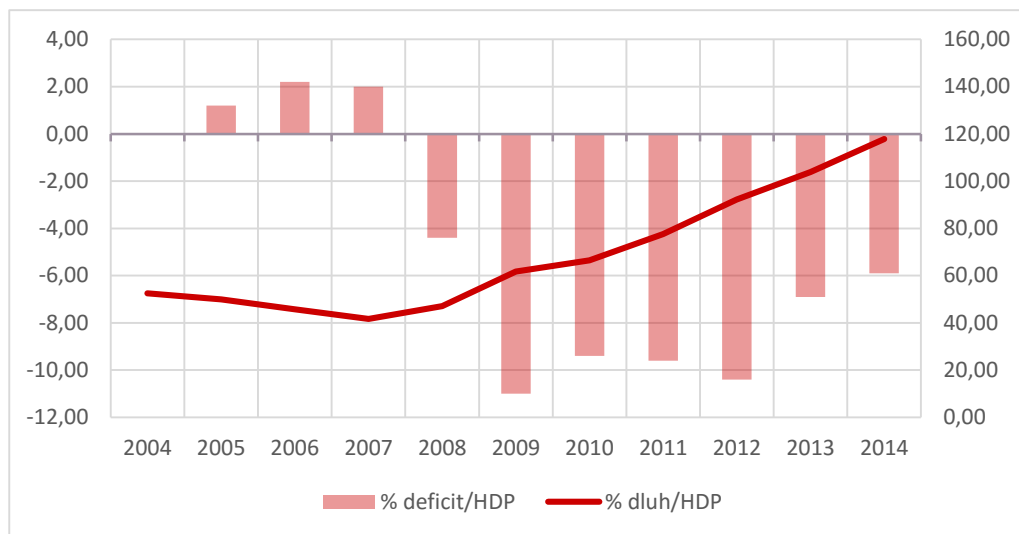


Zdroj: OECD

Při pohledu na vývoj reálného HDP lze tento vznik investiční bubliny (viz 4.3) vidět v boomu, který vyvrcholil v roce 2006 na reálném meziročním růstu HDP 4,2 %. Následně při realizaci globální finanční krize v roce 2007/8 došlo ke splasknutí této investiční bubliny a k propadu cen nemovitostí. Zároveň doběhla splatnost některých úvěrů, které však dané domácnosti nebyly schopné uhradit. Banky se tak kvůli těmto toxickým aktivům dostaly do problémů a přestaly poskytovat další úvěry. Celý cyklus, kdy ekonomický růst byl ve skutečnosti financován dluhem, se zastavil a došlo k prudkému propadu reálného HDP. S tím však rostla nezaměstnanost, která aktuálně dosahuje 22 % (2014; OECD).

Při pohledu na vládní deficity a vývoj veřejného dluhu, lze vidět, že ekonomický boom s sebou nesl i mírné úspory ve formě přebytků rozpočtového salda. Nicméně následná krize si vyžádala hluboký propad k deficitům kolem 10 % HDP. To se podepsalo i na vývoji veřejného zadlužení, kdy od roku 2008 do 2014 došlo ke strmému růstu veřejného dluhu o cca 70 %. V současnosti je dluh Španělska vyšší než produkce jeho ekonomiky. Tato situace je však srovnatelná s veřejným dluhem např. Spojeného království [39].

Ilustrace 25: Vládní deficity a veřejný dluh Španělska



Zdroj: OECD

Na rozdíl od ostatních zemí GIPS nemělo Španělsko výrazný problém s výnosy z vládních dluhopisů. Před krizí se výnosy z 10letých vládních dluhopisů pohybovaly kolem 4,5%. Ve svém maximu během krize (2011-2013) však dosahovaly cca 6,5 %. Financování skrze vládní dluhopisy tak bylo stále dostupné a nezamrzlo jako u ostatních ekonomik. Aktuálně od roku 2013 lze pozorovat růst důvěry investorů ve španělské vládní dluhopisy, neboť jejich výnos se snížil pod předkrizovou úroveň na 1-2 %.

Ilustrace 26: Vývoj výnosu z 10letých španělských vládních dluhopisů



Zdroj: investing.com

Fakt, že Španělsko neupadlo do rafinační krize lze připsat včasné reakci, kdy si Španělsko v roce 2012 vyjednalo bailout, který byl určen na rekapitalizaci bankovního sektoru a finančních trhů (SMP). Bylo totiž potřeba oddlužit španělské banky, které nabraly v předkrizovém období velké množství toxických úvěrů, na které klienti následně deafultovali.

Bailout byl samozřejmě doprovázen potřebnými strukturálními reformami na odstranění problémů, které Španělsko přivedly do krize a držely jej v ní. V krátkém období mělo jít primárně o konsolidaci veřejných financí v podobě uzákonění *ústavního fiskálního pravidla*. To spočívá ve škrtech veřejných výdajů a návratu k cílování deficitu na maximálně 3 % HDP, vstříc vyrovnanému rozpočtu, a zastropování dluhu na 60% HDP. Bohužel vzhledem k administrativnímu uspořádání Španělska, kdy jednotlivá společenství mají poměrně vysokou míru autonomie ohledně svých rozpočtů, docházelo k plýtvání v rámci regionálního politického boje. Centrální vláda se tedy rozhodla pro přísnější kontrolu emise nového dluhu regiony a nastavení výdajových stropů, aby tomuto zadlužování zabránila. Nastavená fiskální pravidla tak Španělsko neplní.

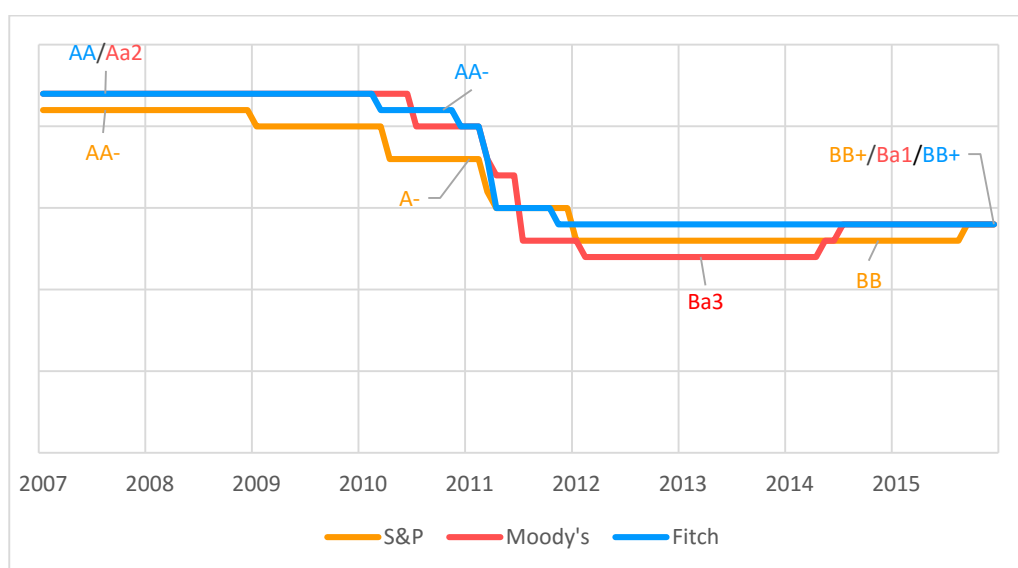
Z dlouhodobého hlediska se pak jednalo především o reformu penzí, kde došlo ke zvýšení důchodového věku z 65 na 67 let a znevýhodnění podmínek předčasného odchodu důchodu. Další je úprava fungování sektoru nemovitostí, konsolidace investic do residenčního bydlení a především ceny nemovitostí. Významná je reforma pracovního trhu, která má bojovat s velkou nezaměstnaností (převážně mladistvých) ve Španělsku. Konkrétní reformy měly dopad především v oblasti férového ukončení pracovního poměru a odstupného, podpory zaměstnání mladých, v možnosti zaměstnavatelů odchýlit se od určitých kolektivních smluv a zkrácení zákonné pracovní doby. Poslední významnou sférou byla obnova konkurenceschopnosti španělské produkce, kde však Španělsko nemělo výrazný problém, neboť již v roce 2012 dosáhlo přebytku výkonové bilance (viz kap. 4.4) a předchozí deficity byly způsobeny spíše rostoucí domácí spotřebou, která se však po krizi ustálila [40].

5.4 PORTUGALSKO

Při pohledu na vývoj ratingu je patrné, že rizikovost investice do portugalského veřejného dluhu se začala projevovat až v roce 2010. Výchozí rating AA/Aa2/AA- odrážel fakt, že portugalské dluhopisy byly sice na vysoké investiční úrovni, ale již v předkrizovém období nebyly *prime*. Projev dluhové krize a problému s financováním vládního deficitu lze v ratingu vypožorovat přibližně od poloviny roku 2010 až do konce roku 2012, poté se situace stabilizovala.

Agentura S&P jako první zareagovala a graduálně snižovala portugalský rating téměř v pravidelných intervalech. První downgrade přišel již na počátku roku 2009 a po dalších třech se v roce 2012 ustálil na úrovni BB. Agentury Moody's a Fitch naproti tomu snižovaly Portugalsku rating až v momentě prospektu dluhové krize, tzn. v letech 2010-2012. Moody's provedl celkem 4 downgrades o poměrně velký počet (cca 2-4) stupňů. Fitch provedl také 4 downgrades, avšak nerovnoměrně, neboť kromě downgrade o 5 stupňů v první polovině roku 2011 se ostatní downgrades pohybovaly v rozmezí 1-2 stupně. Nejníže klesl rating od Moody's, nejvýše pak zůstal rating od Fitch, která však od té doby neprovedla žádný upgrade. Naopak ostatní agentury dorovnaly své ratingy na její úroveň.

Ilustrace 27: Vývoj sovereign ratingu Portugalska



Zdroj: vlastní zpracování dle Trading Economics

Portugalská finanční krize (2010-2014) následovala téměř ihned po globální finanční krizi (2007-2009). V předkrizovém období se portugalská ekonomika intenzivně přehřívala především díky nízkým úrokovým sazbám, které umožnilo členství Portugalska v eurozóně. Ovšem tyto podněty spolu s expanzivní fiskální politikou způsobily výrazná očekávání na budoucí růst HDP. Tento posun v agregátní poptávce vytvořil silný tlak na růst mezd výrazně nad produktivitu práce, což ohrozilo konkurenceschopnost portugalského zboží a služeb na světovém trhu, jejíž čistý export se tak dostával hlouběji do deficitu a spolu s ním i saldo běžného účtu platební bilance.

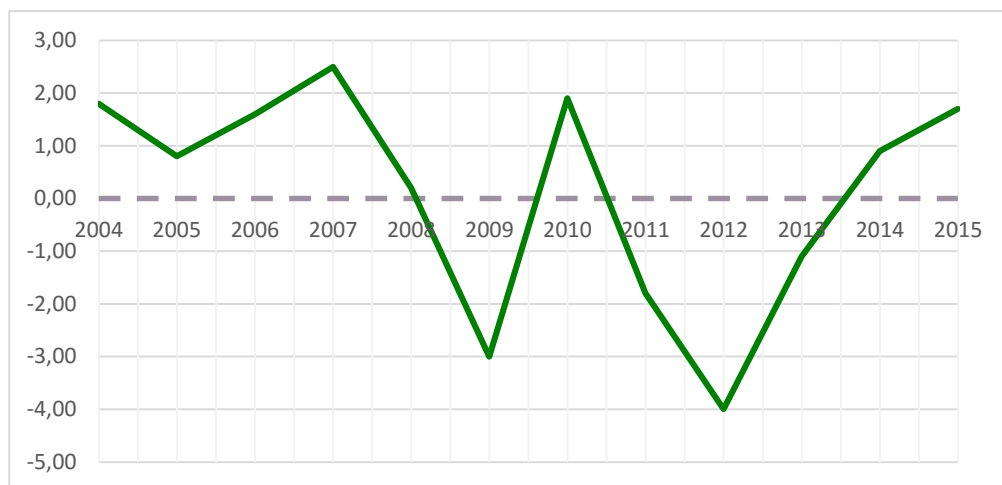
Tento vývoj byl navíc podpořen i neekonomickými faktory. Prvním z nich je nízká úroveň lidského kapitálu v Portugalsku, která pramení z nedostačujících investic do vzdělávání. To znamená nižší akademické úspěchy a celkově nižší úroveň vzdělanosti, což se přenáší právě do produktivity práce. V roce 2010 dle statistik OECD mělo přibližně 68 % Portugalců v produktivním věku pouze základní nebo nižší středoškolské vzdělání.

Dalším faktorem byl nedokonalá struktura trhu práce a jeho institucí. Konkrétně se jednalo o regulatorní mezeru mezi přísně regulovanými zaměstnaneckými smlouvami na dobu neurčitou a snižující se regulací u smluv na dobu určitou. Především se u smluv na dobu určitou upustilo od některých standardů pro férové ukončení pracovního poměru a výši odstupného. To sice zefektivnilo zaměstnávání z pohledu firem, ale v reálu zbrzdilo tvorbu permanentních pracovních míst [41].

Pokles reálného HDP, tak způsobil prudký nárůst nezaměstnanosti, především z velkého množství smluv na dobu určitou, které byly z hlediska regulace pracovního poměru snazší na ukončení. Míra nezaměstnanosti tak dle Eurostat vzrostla přibližně z 8,8 % v roce 2008 na 16,4 % v roce 2013, tedy téměř na dvojnásobek. Horším hlediskem bylo, že nezaměstnanost mládeže (15-24) totiž v té době (2012) dosahovala cca 36,6 %. Situace došla až tak daleko, kdy tehdejší ministerský předseda Pedro Passos Coelho v roce 2012 naznačil, že

portugalská mládež a absolventi by měli projevít větší snahu a ochotu přestěhovat se za prací mimo Portugalsko [42].

Ilustrace 28: Vývoj reálného HDP Portugalska (v % změnách)



Zdroj: OECD

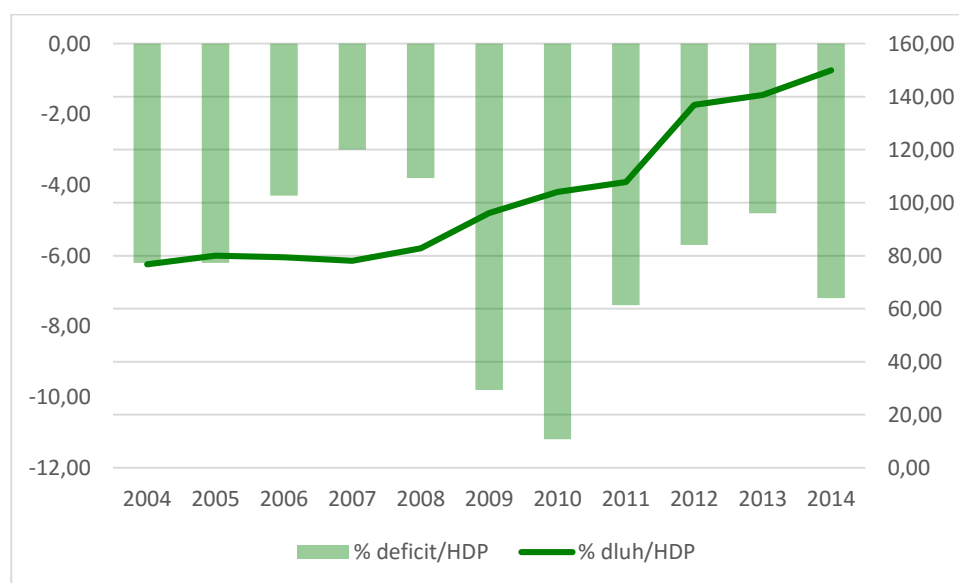
Trend ve vývoji veřejného dluhu Portugalska je znatelně rostoucí. V době budování eurozóny na konci 90. let muselo Portugalsko samozřejmě dodržovat všechna Maastrichtská kritéria, tedy i podmínku výše veřejného dluhu nepřesahujícího 60 % HDP a roční vládní deficit ne více než 3 % HDP.

S příchodem krize v roce 2009 (viz propad reálného HDP) narůstala potřeba veřejného sektoru profinancovat vzniklé ztráty bohatství a stimulovat ekonomiku směrem k růstu. K obnově došlo v roce 2010 s růstem reálného HDP o cca 2 %, ale hned následující rok nastal propad, který naznačoval na přetrvávající strukturální problémy v portugalské ekonomice. Dna Portugalsko dosáhlo v roce 2012 s meziprocentním propadem reálného HDP o přibližně 4 %.

Tato výdajová politika se však projevila v růstu deficitů, respektive růstu dluhu. Portugalsko bylo již v období před krizí deficitní zemí. Nejlepšího deficitu dosáhlo těsně před krizí (v roce 2007) s hodnotou 3 % HDP. V tomto období se Portugalsku i dařilo udržovat svůj veřejný dluh na rovnovážné úrovni kolem 80 % HDP. Následná krize si však vyžádala prudký růst deficitů až na více než 11 % (v roce 2010) a s tím pružně rostlo i veřejného zadlužení, které se v současnosti pohybuje na přibližně 150 % HDP.

Konkrétní roli v portugalské dluhové krizi sehrály následující faktory. Předně docházelo k rozpočtovým únikům ve prospěch různých Public-Private Partnerships v oblasti zdravotnictví a k plýtvání veřejných prostředků na neefektivní investice, např. na budování nepotřebné infrastruktury. Další výdaje se týkaly odměn státních zaměstnanců, jejichž počet v období před globální finanční krizí prudce narůstal a po ní klesal spíše méně. Obecně oproti průměru EU Portugalsko utrácelo více za služby ochrany a obrany státu, přičemž ale z vojenského hlediska nebylo významně zapojeno na mezinárodní scéně.

Ilustrace 29: Vývoj deficitu portugalské vlády a veřejného dluhu Portugalska



Zdroj: OECD

Velkým šokem pro portugalský rozpočet bylo také nucené ozdravení bankovního sektoru, konkrétně dvou bank, které se dostaly do vážných problémů, a to Banco Português de Negócios a Banco Privado Português. Především první zmíněná banka se ocitla ve finanční tísní díky hromadění toxických aktiv, a zároveň nekalým praktikám ze strany správců. Vzhledem k její velikosti nebylo možné nechat BPN padnout, a tak ji v listopadu 2008 portugalská vláda znárodnila, což dále dopadlo do veřejných výdajů.

Rostoucí deficity se však nedařilo zamezit, především kvůli narůstajícímu konfliktu vlády a parlamentu, kdy opoziční blok, prakticky odmítal jakékoliv

balíčky rozpočtové střídmosti. Kombinace všech těchto faktorů z reálné ekonomiky začala působit nejistotu na finančních trzích a jak je patrné, od roku 2010 začala prudce narůstat míra výnosu z vládních cenných papírů, především díky rostoucí rizikové prémii. Velký skok pak přišel v roce 2011, kdy došlo k vyslovení nedůvěry tehdejší vládě. Ve svém maximu pak dosahovaly portugalské 10leté dluhopisy až 16% výnosu [43].

Tento nepříznivý vývoj samozřejmě dále prodražoval obsluhu portugalského dluhu, a zároveň bylo těžší sehnat subjekty, které by byly ochotné portugalské deficity profinancovat. V době před krizí totiž Portugalsko financovalo své deficity vládními dluhopisy s výnosem cca 4-5 %. S příchodem krize rostoucí nedůvěra v portugalské dluhopisy vyhnala ve svém maximu v roce 2012 cenu 10letých vládních dluhopisů na cca 16,5 %. Portugalsko bylo tedy nucené následovat řecký vzor a vyjednat si podmínky pro bailout, neboli finanční pomoc. V květnu 2011 došlo k podepsání Memorandum of Understanding, tedy dohody o poskytnutí finanční pomoci Portugalsku ve výši 78 mld. EUR ze zdrojů Mezinárodního měnového fondu a Evropské centrální banky. Post-krizová náprava zvýšila opět důvěru v ekonomiku a snížila výnos z vládních dluhopisů mírně pod výchozí úroveň, aktuálně kolem 2-3 %.

Ilustrace 30: Vývoj výnosu z 10 letých vládních dluhopisů Portugalska



Zdroj: investing.com

Bailout se však neobešel bez přísných podmínek rozpočtové střídmosti. IMF požadoval pokles vládního deficitu pod 3 % vztaženo k HDP a zefektivnění využití vládních výdajů, především skrze reformu dozoru nad výdaji vlády a nad bankovním sektorem. Střednědobé a dlouhodobé cíle se orientují na reformu určitých segmentů trhu, především trhu práce (reforma mezd, omezení dlouhodobé nezaměstnanosti, větší flexibilita) a jiných segmentů jako např. trhu nemovitostí a energií. Z hlediska veřejného sektoru se pak jednalo především o revizi PPPs a zmrazení nových kontraktů, nastavení dluhových stropů a privatizaci státních firem tzn. i znárodněné banky BPN. Dlouhodobým cílem pak má být reforma vzdělávání (hlavně podpora sekundárního vzdělávání), zeštíhlení státní správy a daňová reforma pro zjednodušení výběru daní a poplatků [44].

6. DOPADY DLUHOVÉ KRIZE DO ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ ZEMÍ GIPS

Poptávka po vládních dluhopisech, resp. veřejném dluhu, má dynamický charakter a není stálá v čase. V období před dluhovou krizí byly vládní dluhopisy vyspělých ekonomik vnímány jako bezriziková investice, kde je výnos sice nízký, ale zato zaručený. Během globální finanční krize (2008-2009) tak vzrostla preference vůči vládním dluhopisům vyspělých zemí téměř bez rozdílu.

Při pohledu na konkrétní investory, kteří nakupují veřejný dluh, je lze rozdělit do následujících skupin. U interního dluhu lze rozlišit:

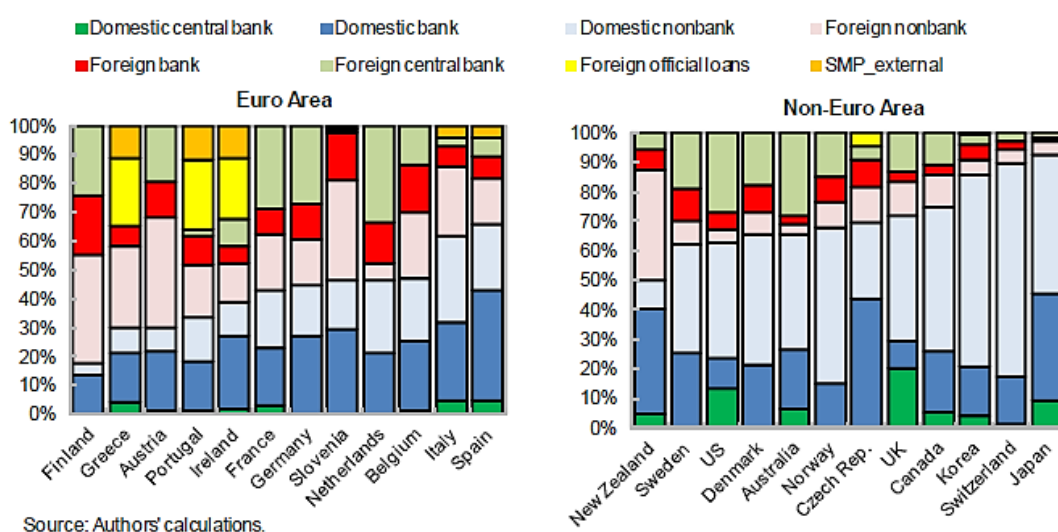
- Domácí centrální banku
- Domácí bankovní sektor
- Domácí nebankovní sektor (domácnosti a korporace vč. finančních)

U externího dluhu lze subjekty rozdělit na tyto skupiny:

- Zahraniční centrální banky
- Zahraniční oficiální úvěry (vládní a mezivládní pomoc)
- Zahraniční banky
- Zahraniční nebankovní sektor

Tyto subjekty tak konstituují poptávku po veřejném dluhu emitovaném ve formě vládních dluhopisů [45].

Ilustrace 31: Rozložení vládního dluhu podle vlastníků (konec roku 2011)



Source: Authors' calculations.

Zdroj: [45]

Z ilustrace výše lze vidět, že neexistuje nějaké univerzální rozložení dluhu platné pro všechny země, u některých zemí převládají externí investoři, u jiných domácí, někde jsou segmenty téměř vyrovnané. U zemí eurozóny převládá financování ze strany zahraničních subjektů, ať už velmi výrazně (případ Finska, Řecka, Rakouska) nebo v relativně vyrovnané míře s domácím sektorem (Německo, Slovinsko, Nizozemsko). Země mimo eurozónu mají spíše menší podíl zahraničních investorů a financují se tak ve větší míře z domácích zdrojů, někde téměř výhradně (viz Japonsko, Švýcarsko, Korea) [46].

Dalším zajímavým aspektem je, že většina centrálních bank preferuje neinvestovat do domácích vládních dluhopisů. Vládní cenné papíry se tak do bilance CB zemí eurozóny dostávají skrze refinanční operace (SMP/OMT) ve prospěch bankovního sektoru za kvalitní kolaterál ve formě vládních cenných papírů. Zvýšené podíly domácích centrálních bank v USA, UK nebo Japonsku lze připsat strategii monetární politiky nazývané kvantitativní uvolňování, kdy v rámci podpory finančních trhů, CB nakupuje mimo jiné i vládní cenné papíry (ideálně dlouhodobé) a emituje tak přebytečnou likviditu do bankovního systému, která by se měla přenést na úvěrový trh.

U zahraničních subjektů platí, že v rámci diverzifikace (konkrétně geografické) rády vstupují na zahraniční trhy pro maximální vyvážení svého investičního portfolia z hlediska systémového rizika. A to i přesto, že v současných globálních trzích dochází k přenosu šoků poměrně rychle. Pokud danou ekonomiku zasáhne nějaký šok, začínají se projevovat odstředivé i dostředivé tendence na daném trhu. Odstředivé tendence spočívají v odchodu zahraničních subjektů z daného trhu a přesunu jejich prostředků na bezpečnější trhy. Zároveň ale působí dostředivé tendence, kdy se vzrůstající nejistotou roste na domácím trhu automatická preference vůči domácím subjektům, a dochází tak k nacionalizaci trhu [47].

S příchodem dluhové krize se tak vnímání investorů znatelně proměnilo a rizikovost ekonomik začala být značně diferencována. Diferenciace mezi těmito bloky tak byla způsobena vyšší citlivostí investorů vůči kreditnímu riziku,

kteře do tē doby bylo z hlediska vládních dluhopisů přehlíženo ve prospěch úrokového rizika. Výrazně se tato divize projevila především mezi zeměmi eurozóny, které předtím byly vnímány z hlediska rizika na podobné úrovni. Rostoucí výnosy (nebo lépe spready CDS, tedy cena zajištění vůči kreditnímu riziku dané vlády) z jejich vládních dluhopisů rozdělily země eurozóny dle jejich vnímaného suverénního rizika na dvě skupiny:

- Země eurozóny s vysokým spreadem CDS
- Země eurozóny s nízkým spreadem CDS

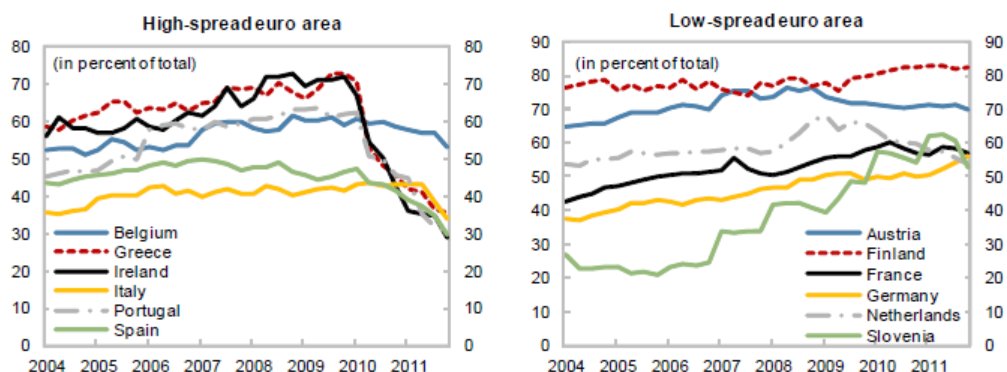
Země s vysokým spreadem CDS (HSE) jsou dle vymezení IMF z roku 2012 ekonomiky, které vykazují CDS spread více než 200 bazických bodů. Pro dané období sem spadají země GIPS (Řecko, Irsko, Portugalsko a Španělsko), dále Itálie a dočasně i Belgie. V roce 2011 tyto státy tvořily přibližně polovinu suverénního dluhu celé eurozóny. Tyto země se dostaly do významných problémů s financováním, především díky vysoké míře výnosu z vládních dluhopisů, která je efektivně odstříhla od tohoto typu financování.

Země s nízkým spreadem CDS (LSE) zahrnují zbývající členy eurozóny, z nichž většina si dlouhodobě drží velmi dobrý rating (AAA/Aaa resp. AA/Aa) od alespoň dvou ze tří globálních agentur. Jejich nízký spread CDS naznačuje na důvěru investorů v jejich schopnost splácet a podporuje stabilitu výnosu z jejich vládních dluhopisů. Získávají tak financování vládních deficitů za relativně nízké úrokové sazby a to i v době krize. Nemají tak problém refinancovat svůj veřejný dluh [45].

V momentě, kdy se země GIPS dostaly do problémů v letech (2009 až 2012) začala se měnit struktura poptávky po jejich dluhu. Začaly totiž působit dostředivé a odstředivé tendence na daných trzích (viz výše) a zahraniční investoři se začaly z problémových zemí stahovat. Ačkoliv celková zahraniční poptávka po veřejném dluhu narůstala, lze na následujícím grafu vidět, výrazný pokles podílu zahraničních investorů na veřejném dluhu (bez oficiální mezivládní pomoci) u zemí GIPS. Propad byl nejvýraznější u Řecka, Irska

a Portugalska v průměru o 30-40 %, Španělsko zaznamenalo menší pokles o přibližně 10 %. Naproti tomu v LSE ekonomikách stoupl podíl zahraničních investorů o přibližně 10 %. Jedná se tedy o jakýsi *trade-off* v očích investorů, kdy rizikové vládní cenné papíry zemí GIPS vyměňují za méně rizikové a méně volatilní cenné papíry vlád zemí jako Německo, Nizozemsko, Francie [48].

Ilustrace 32: Vývoj podílu zahraničních investorů v zemích eurozóny



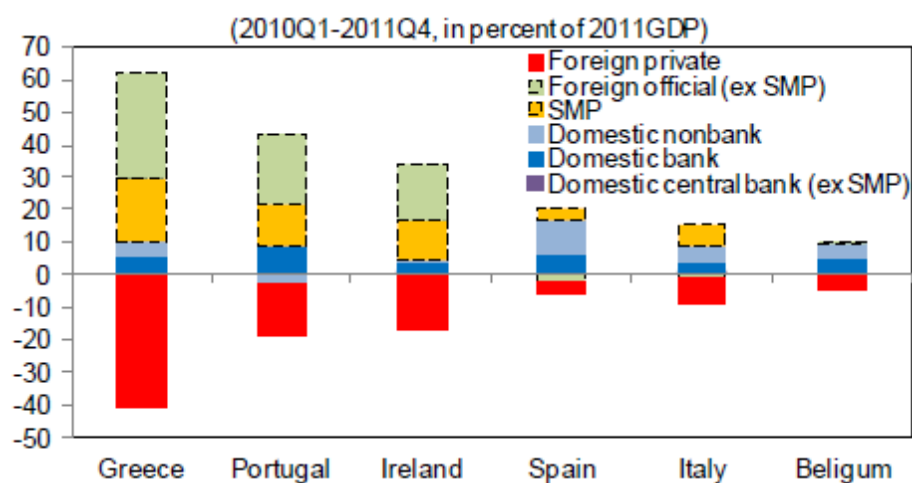
Zdroj: [45]

Při pohledu na konkrétní skupiny subjektů v rámci zahraniční poptávky, lze vidět, že jejich reakce a načasování se lišily. Zahraniční centrální banky měly vůči zemím GIPS zanedbatelnou úroveň expozice, oproti ostatním skupinám tak odtok jejich investic nebyl tak značný (cca 60 mld. USD), přišel ale již na konci roku 2009. Sice byly zahraniční centrální banky čistými kupujícími dluhu eurozóny jako celku (výrazně rostla expozice vůči LSE, cca o 240 mld. USD), ale v součtu snížily ve svém portfoliu podíl veřejného dluhu eurozóny ve prospěch ostatních vyspělých ekonomik.

Zahraniční bankovní sektor zareagoval na dluhovou krizi jako první a začal snižovat svůj podíl na veřejném dluhu zemí PIGS přibližně od roku 2010 (konkrétně od 1Q 2010 - Řecko, od 2Q 2010 – Portugalsko a od 3Q 2010 – Španělsko a Irsko). V součtu nastal odtok financování z HSE ve výši 170 mld. USD. Tyto prostředky ale nešly ve prospěch ostatních států eurozóny (LSE nárůst jen o 50 mld. USD), ale ve prospěch ekonomik s tradiční rezervní měnou (USA, Spojené království, Švýcarsko, Japonsko). Celkově došlo ke koncentraci portfolia zahraničního bankovního sektoru především na USA a Německo.

Zahraniční nebankovní sektor z hlediska načasování zareagoval jako poslední. Do konce roku 2011 jejich nákup veřejného dluhu zemí GIPS rostl. Následně ale došlo k prudkému a rychlému odlivu jejich financování, kdy v rozmezí měsíců snížily svou expozici o cca 160 mld. USD. Tyto prostředky byly realokovány především ve prospěch ekonomik s tradiční rezervní měnou, ale i směrem k ostatním LSE eurozóny (především do Německa) s přítokem cca 110 mld. USD. Celkově tak ale svou otevřenou pozici vůči eurozóně zmenšily.

Ilustrace 33: HSE a změny struktury investorů do vládních dluhopisů



Zdroj: [45]

Tento odtok zahraničního financování musel být vykryt domácím sektorem. Vzhledem tomu, že domácí sektor byl však probíhající krizí zasažen také, bylo potřeba kompenzovat odtok financování od zahraničního soukromého sektoru přítokem v podobě oficiální mezivládní pomoci. Ilustrace výše ukazuje, z jakých zdrojů byl financován odtok zahraničních investorů z HSE v letech 2010-2011. Lze vidět, že v Řecku, Portugalsku a Španělsku odtok zahraničního soukromého sektoru nebyl kompenzován ekvivalentním růstem domácího sektoru, ale všechny tyto ekonomiky byly příjemci zahraniční pomoci. Španělsko (podobně i Itálie) na druhou stranu, bylo schopné se financovat skrze domácí nebankovní a bankovní sektor, a přijalo tak pouze financování od ECB v podobě programu SMP (Securities Market Programme; dnes OMT – Outright Monetary Transaction), který sloužil k dodání likvidity do dané ekonomiky za její vládní

dluhopisy jako kolaterál. Španělsko tak dokonce bylo poskytovatelem oficiální vládní pomoci pro ostatní země GIPS.

Je na místě se zajímat, zda vůbec záleží na tom, zda má nějaký praktický dopad, jestli vláda dluží domácím subjektům nebo zahraničním subjektům. Je patrné, že z hlediska stability financování jsou zahraniční investoři podstatně volatilnější než domácí subjekty. Jaké má stát možnosti v případě stažení zahraničních investorů? [45].

V horším případě je třeba daný dluh skrze centrální banku monetizovat. To však například v eurozóně není možné, neboť např. řecká centrální banka, nemůže emitovat nová eura sama o sobě, toto rozhodnutí podléhá Evropské centrální bance a společné monetární politice ve vztahu k peněžní bázi. V případě nutnosti, pokud se z daného trhu začnou stahovat zahraniční investoři, nezbyvá domácímu (především bankovnímu) sektoru nic jiného než profinancovat vládní deficit sám.

To však vytváří úzkou vazbu a potažmo finanční závislost mezi vládou a bankovním sektorem, který tímto způsobem zvyšuje svoji expozici vůči vládnímu dluhu. Vládní dluhové cenné papíry jsou totiž navíc kvůli regulaci, která nastavila požadavky kapitálové přiměřenosti, v eurozóně velice atraktivní. Rámec bankovní regulace BASEL totiž vládním dluhopisům připisoval nulovou rizikovou váhu, tudíž nákup vládních cenných papírů nemusel být kryt ekvivalentní tvorbou kapitálových rezerv. Navíc nízká rizikovost vládních dluhopisů z nich vytvořila vhodný a kvalitní kolaterál na zajištěném mezibankovním trhu, na kterém evropské banky vykrývají dočasné nedostatky likvidity a který zaznamenal velký rozvoj po globální finanční krizi (na úkor nezajištěného mezibankovního trhu).

V momentě, kdy se kvalita vládních dluhopisů dostává do pochybných sfér, postižené domácí banky, které často mají plnou bilanci domácích vládních cenných papírů, ztrácejí možnost využít je jako kolaterál. Mimo to, vzhledem k tomu, že dluhová krize byla doprovázena hypotéční krizí, nemohly banky

používat jako kolaterál ani druhou skupinu kvalitních instrumentů, tedy dluhopisy typu Asset-Backed Securities (ABS) nebo lépe Mortgage-Backed Securities (MBS), které do krize byly také vhodným kolaterálem díky jejich vazbě na nemovitosti. Banky tak byly efektivně odstřižnuty od mezibankovního trhu jako zdroje financování. Proto dluhové krize v zemích GIPS byly často doprovázeny bankovní krizí a bankovní sektor musel projít ozdravením a rekapitalizací za využití programu SMP/OMT.

Jako odpověď na otázku výše lze tedy říci, že nezáleží na zdrojích financování veřejného dluhu do té doby, než je ekonomika stížena krizí důvěry ze strany věřitelů. Zahraniční investoři, vzhledem ke své volatilitě, začnou v momentě náznaků krize, bez jasných záruk ze strany vlády, stahovat své prostředky z dané země. Tyto chybějící zdroje je nucen vykrýt domácí především bankovní a finanční sektor, který ovšem nemusí být schopen celý zahraniční odtok pokrýt a může se tak sám dostat do problémů s likviditou, kterou není schopen získat ani na mezibankovním trhu kvůli špatné reputaci cenných papírů dané ekonomiky. Poslední záchranou je pak dodání likvidity centrální bankou skrze programy typu SMP/OMT či prostá monetizace dluhu, případně mezivládní pomoc či od mezinárodních institucí.

Tyto problémy a jejich řešení však generují náklady na odstranění dané krize, které musí někdo zaplatit. Ve finále většinu těchto nákladů poplatí rezidenti dané ekonomiky. Vláda na splacení svých závazků musí zvýšit rozpočtové příjmy (tedy daně) nebo snížit své výdaje (tzn. škrty v rozpočtu, často personální), aby došlo k vytvoření primárního přebytku rozpočtu. Bankám samozřejmě vzrostou náklady, které musely během krize vynaložit na dosažení potřebné likvidity z mimořádných zdrojů. Bankovní sektor tyto náklady převede do svých úrokových sazeb v podobě úpravy marží, které dopadají na úvěrové a depozitní podmínky jejich klientů, tedy na domácí korporace a domácnosti. Centrální banka bude muset následně vykrýt náklady způsobené z odstoupení od mimořádných nástrojů, které se mohou projevit reálnou apreciací/depreciací měny, růstem cenové hladiny apod., což opět ovlivňuje rezidenty [49].

Suverénní riziko vyspělých států bylo postaveno do popředí dluhovou krizí v eurozóně. Vzhledem k tomu, že se nejedná o dávnou minulost a některé efekty duhové krize dosud doznívají, je velice aktuální zkoumat příčiny a důsledky této krize veřejných financí a důvěry ve vládní cenné papíry vyspělých zemí. Tato práce odhalila, že dluhová krize není náhodným šokem, ale jako všechny ostatní krize je určitým kolapsem systému, který byl v tomto případě uměle přiživován strukturálními problémy a neefektivní výdajovou politikou.

Analýza sektorové rovnováhy zemí GIPS ukázala na relativní platnost této makroekonomické identity a pružnou reakci veličin na krizi. Potvrdil se tak přenos fiskální nerovnováhy ve veřejném sektoru do nerovnováhy v soukromém sektoru a zahraničním sektoru i naopak. Ve všech ekonomikách zemí GIPS byl nastaven dlouhodobý trend klesající míry úspor, která sice s krizí vystřelila vzhůru, nicméně se poté vrátila opět ke klesajícímu trendu. Míra investic vykazovala oproti např. Německu kolísavý charakter, který naznačoval investiční bublinu (Španělsko, Irsko). Ta byla ale směřována do nevýkonného sektoru rezidenčního bydlení pomocí hypoték a byla podpořena nízkými a konvergovanými úrokovými sazbami v rámci EU. Výkonová bilance v předkrizovém období klesala a spolu s vývojem míry úspor to ukazovalo na spotřební orientaci ekonomik, opět podpořenou levnými úvěry. S šokem globální finanční krize však deficity vynaložené vládami zemí GIPS nebyly díky těmto strukturálním problémům vhodně alokovány. Veřejné zadlužení GIPS tak rapidně stoupalo.

Zároveň v krizovém prostředí stoupala reálná úroková sazba, neboť s padajícím ratingem a nedůvěrou investorů rostly nominální výnosy z vládních dluhopisů. Navíc nízká inflace, díky politice ECB cílování inflace, a reálná ekonomická recese dále reálné úrokové náklady prodražily. Spolu se stoupajícím zadlužením, se tak zvětšovala položka deficitu *náklady na obsluhu dluhu*.

Při pohledu na faktory, které motivovaly hlavní ratingové agentury (S&P, Moody's a Fitch) k downgrades, odhlédneme-li od běžných ekonomických ukazatelů, šlo většinou o podobné problémy v podobných oblastech. Ve všech zemích GIPS se jednalo o problémy na trhu práce, který byl značně rigidní. Dále šlo o nevhodně mířené investice, které šly do nevýkonných oblastí residenčního bydlení a ne do výzkumu a vývoje, který by v budoucnu stimuloval růst a zlepšil konkurenceschopnost jejich zboží v mezinárodním obchodě. Navíc často bankovní sektor zemí GIPS prošel také krizí (díky hromadění toxických aktiv) a musel být následně ozdraven pomocí nástroje ECB SMP/OMT. A v neposlední řadě vlády těchto zemí neefektivně hospodařily s veřejnými financemi prostřednictvím nadměrných výdajů nebo vysokých daňových úniků.

Dluhová krize se u zemí GIPS samozřejmě podepsala na zdrojích, ze kterých mohly financovat svůj veřejný dluh. Zahraniční investoři se v momentě krize stáhli z daných zemí za jistějšími podmínkami, prokázala se tak jejich nestálost. Vzhledem k prudkému odlivu však domácí sektor nebyl schopen pokrýt rozměr veřejného dluhu a země (kromě Španělska) tak musely zažádat o zahraniční oficiální pomoc tzv. *bailout*, který byl ale podmíněn přísnými pravidly fiskální konsolidace a nutnými strukturálními reformami. Aktuálně jsou dané ekonomiky ve fázi obnovy a dalo by se říct, že z nejhoršího venku. Nicméně jejich budoucí růst může nastat, jen když se na této cestě udrží a neupadnou zpět do zajetých kolejí, či hůře, pokud si dialektickým vývojem nevytvoří jiný strukturální problém.

REFERENCE

1. WAISOVÁ, Š. *Úvod do studia mezinárodních vztahů*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. ISBN 978-80-7380-177-9.
2. IZÁK, V. *Fiskální Politika*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2010. ISBN 9788024516691.
3. HAMERNÍKOVÁ, B. a A. MAAYTOVÁ. *Veřejné finance*. 2. Praha: Wolters Kluwer, 2010. ISBN 9788073574970.
4. WAWROSZ, P. *Makroekonomie: základní kurz*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2012. ISBN 978-80-7408-059-3.
5. SOUKUP, J. et al. *Makroekonomie*. 2. Praha: Management Press, 2012. ISBN 9788072612192.
6. FOURNIER, J.M. a F. FALL. *Limits to government debt*. Paris: OECD Publishing, 2015. OECD Economics Department Working.
7. BLANCHARD, O. J. et al. *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*. 1990. NBER Working Paper. OECD [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/eco/outlook/34288870.pdf>
8. BOWDLER, C. ESTEVES a R. PEDRO. Sovereign debt: the assessment. Oxford: Oxford University Press, 2013, **29** (3), 463–77.
9. GROS, D. Foreign debt versus domestic debt in the euro area. 2013, **29** (3), 502-17 [cit. 2016-05-10].
10. STANDARD & POOR'S. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Standard & Poor's, 2008 [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: http://info.worldbank.org/etools/docs/library/139503/S&P_Primer.pdf
11. HOŘEJŠÍ, B. et al. *Mikroekonomie*. 5. Praha: Management Press, 2010. ISBN 9788072612185.
12. JÍLEK, J. *Finanční rizika*. Praha: Grada, 2000. ISBN 8071695793.
13. REVENDA, Z. et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. Praha: Management Press, 2012. ISBN 9788072612796.

- 14 SAN-MARTÍN-ALBIZURI, N. a A. RODRÍGUEZ-CASTELLANOS. *Country risk index and sovereign ratings: do they foresee financial crises?* Bilbao: 2014. Research Paper. University of the Basque Country, Department of Financial Economics II.
- 15 LONGSTAFF, F. A. et al. How Sovereign Is Sovereign Credit Risk. 2011, **3** (2), 75-103 [cit. 2016-05-20]. Dostupné z: <http://web.stanford.edu/~kenneths/lpps.pdf>
- 16 FRENKEL, M. A. KARMANN a B. SCHOLTENS. *Sovereign Risk and Financial Crises*. New York: Springer-Verlag, 2004. ISBN 978-3-642-06080-9.
- 17 DECEANU, L. a G. CIOBANU. *Towards New Meaning of Sovereign Debt*. Cluj-Napoca: 2014. Babeş-Bolyai University, Department of Economics, Faculty of Economics and Business Administration [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2014/n1/002.pdf>
- 18 PRITCHARD, C. L. *Risk management: concepts and guidance*. 5. Boca Raton: CRC Press, Taylor & Francis Group, 2015. ISBN 9781482258455.
- 19 DVOŘÁK, P. *Deriváty*. 2. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 9788024514352.
- 20 OXFORD UNIVERSITY PRESS. Oxford Dictionaries [online]. 2016.
- 21 SEC OFFICE OF INVESTOR EDUCATION AND ADVOCACY. The ABCs of Credit ratings. *Investor Bulletin*. Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission, 2013, č. 161 [cit. 2016-Březen-18]. Dostupné z: https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_creditratings.pdf
- 22 STANDARD & POOR'S. *Standard & Poor's Ratings Definitions* [online]. 2016 [cit. 2016-Březen-18]. Dostupné z: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- 23 LANGOHR, H. a P. LANGOHR. *Rating Agencies and Their Credit Ratings : What They Are, How They Work and Why They Are Relevant..* Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. ISBN 9780470018002.
- 24 SYLLA, R. *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*. New York: 2001. Článek ke konferenci. Stern School of Business, Department of Economics [cit. 2016-Březen-20]. Dostupné z: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/historical_primer.pdf
- 25 STANDARD & POOR'S. *Guide to Credit Ratings Criteria*. Lightbulb Press, 2010 [cit. 2016-Březen-20]. Dostupné z: img.en25.com/Web/StandardandPoors/GuidetoCreditRatingsCriteria.pdf

- 26 MOODY'S. Moody's. *About Moody's Ratings: Ratings Policy & Approach* [online]. 2016 [cit. 2016-Březen-20]. Dostupné z: <https://www.moodys.com/Pages/amr002003.aspx>
- 27 Wikipedia.org. *Credit rating* [online]. 2016 [cit. 2016-Březen-20]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating
- 28 MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Proposed Refinements to the Sovereign Bond*. Moody's Investors Service, 2012 [cit. 2015-05-15]. Dostupné z: <http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/23510>
- 29 FARMER, K. *Public debt sustainability, exchange rates, and country-specific saving rates*. International Atlantic Economic Society, 2010 [cit. 2016-05-14]. Dostupné z: <http://ecomod.net/sites/default/files/document-conference/ecomod2010/1155.pdf>
- 30 HIGGINS, M. a T. KLITGAARD. *Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 2010, **17** (5) [cit. 2016-05-10]. Dostupné z: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci17-5.pdf
- 31 REVOLTELLA, D. *The European Investment Crisis*. Luxembourg: 2014, **49** (4), 182-83 [cit. 2016-05-10]. Dostupné z: <http://archive.intereconomics.eu/year/2014/4/the-european-investment-crisis/>
- 32 PETRAKOS, G. *Economic Crisis In Greece. European And Domestic Market And Policy Failures*. 2014. University of Thessaly, Department of Planning and Regional Development [cit. 2016-05-07]. Dostupné z: <http://region-developpement.univ-tln.fr/fr/pdf/R39/1-Petrakos.pdf>
- 33 KASHYAP a ANIL. *A Primer on the Greek Crisis: the things you need to know from the start until now*. Chicago: 2015. University of Chicago, Booth School of Business [cit. 2016-05-07]. Dostupné z: https://faculty.chicagobooth.edu/anil.kashyap/research/papers/A-Primer-on-the-Greek-Crisis_june29.pdf
- 34 FEATHERSTONE, K. *The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime*. Oxford: 49, 2011, č. 2, s. 193-217 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <http://www.cesruc.org/uploads/soft/130221/1-130221151947.pdf>
- 35 European Comission: Representation in Ireland. *Ireland's economic crisis: how did it happen and what is being done about it?* [online]. 2012 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/ireland/key-eu-policy-areas/economy/irelands-economic-crisis/index_en.htm
- 36 EICHENGREEN a BARRY. *The Irish Crisis and the EU from a Distance*. Berkeley: 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/ireland/pdf/Eichengreen_IrishCrisisEU.pdf

- 37 COLOM, A. *La crisis económica española: orígenes y consecuencias*. Sevilla: 2012 [cit. 2015-05-15]. Dostupné z: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/ec/jec13/Ponencias/politica%20economica%20y%20construccion%20europea/La%20crisis%20economica%20espanola.pdf>
- 38 TORRERO MAÑAS, A. *La crisis financiera y sus efectos sobre la economía española*. Madrid: Universidad de Alcalá, 2010 [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: www3.uah.es/iaes/publicaciones/DT_13_10.pdf
- 39 DEHESA, G. D. L. *Spain and the Euro Area Sovereign Debt Crisis*. 2011 [cit. 2016-05-14]. Dostupné z: <https://piie.com/publications/papers/dehesa20110913.pdf>
- 40 CHORAFAS, D. N. *Public Debt Dynamics of Europe and the US*. Oxford: Elsevier, 2014. ISBN 978-0-12-420021-0.
- 41 PORTUGAL, P. *The Portuguese Economic Crisis: Policies and Outcomes*. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung, 2015 [cit. 2016-05-05]. Dostupné z: http://www.social-inclusion-monitor.eu/uploads/tx_itao_download/policy_brief_The_Portuguese_Economic_Crisis_2015.pdf
- 42 WISE, P. Financial Times. *Portugal PM tells unemployed to look abroad* [online]. 2012 [cit. 2016-05-07]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/67d4921a-beb6-11e1-b24b-00144feabdc0.html#axzz49aXunlrS>
- 43 MIHAI, I.I. The European Union Exposed To The Risk Of The Sovereign Debt Crisis. Case Study: Spain And Portugal. 2013, č. 22, s. 55-61 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <http://econpapers.repec.org/scripts/redirect.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.strategiimanageriale.ro%2Fpapers%2F130506.pdf&h=repec:brc:journl:v:23:y:2013:i:s:p:55-61>
- 44 TURRINI, A. VOXEU.org. *EPL reforms in Europe: A Portuguese way to single contract outcomes?* [online]. 2011 [cit. 2016-05-07]. Dostupné z: <http://voxeu.org/article/labour-market-reforms-lessons-portugal>
- 45 ARSLANALP, S. a T. TSUDA. *Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt*. International Monetary Fund, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, 2012. IMF Working Paper [cit. 2016-Duben-04]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40135.0>
- 46 MERLER, S. a J. PISANI-FERRY. *Who's afraid of sovereign bonds?* Brussels: Bruegel Policy Contribution, 2012 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <http://bruegel.org/2012/02/whos-afraid-of-sovereign-bonds/>

- 47 DELL'ERBA, S. R. HAUSMANN a U. PANIZZA. *Debt levels, debt composition, and sovereign spreads in emerging and advanced economies* [HKS Faculty Research Working Paper]. Harvard: Harvard University Press, 2013 [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: <https://research.hks.harvard.edu/publications/getFile.aspx?Id=972>
- 48 ANDRITZKY, J. R. *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter*. 2012. IMF Working Paper. International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department [cit. 2016-Duben-04]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12158.pdf>
- 49 FAIR a R. C. *Possible Macroeconomic Consequences of Large Future Federal Government Deficits*. Chicago: University of Chicago Press, 2011 [cit. 2016-05-21]. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c12223.pdf>