

Projekt řízení devizových rizik ve společnosti XY, a. s.

Bc. Martina Smužová

Diplomová práce
2015



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Martina Smužová**
Osobní číslo: **M13333**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt řízení devizových rizik ve společnosti XY, a. s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Proveďte kritickou literární rešerši problematiky řízení devizových rizik na základě dostupných pramenů.

II. Praktická část

- Zhodnoťte současný stav řízení devizových rizik ve společnosti.
- Analyzujte základní makroekonomické ukazatele ovlivňující vývoj kurzu.
- Porovnejte nabídky bankovních produktů k zajištění devizového rizika.
- Na základě zpracované analýzy navrhnete zajištění devizového rizika společnosti.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

BELÁS, Jaroslav. Finanční trhy, bankovníctví, pojišťovnictví. Žilina: Georg, 2013, 596 s. ISBN 978-80-8154-024-0.

HARTMAN, Ondřej a Ludvík TUREK. První kroky na FOREXu: jak obchodovat a uspět na měnových trzích. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, 120 s. ISBN 978-80-251-2006-4.

HULL, John. Options, futures, and other derivatives. 8th ed. Boston: Prentice Hall, c2012, 841 s. ISBN 978-0-13-216494-8.

JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

SCHILLER, Bradley R. Essentials of economics. 6th ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin, c2007, 421 s. ISBN 0-07-340279-6.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Blanka Kameníková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

- že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
- že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se věnuje problematice řízení devizových rizik. Práce ve své první části shrnuje teoretický základ nezbytný k porozumění danému tématu z pohledu českých i zahraničních autorů. Druhá část je rozdělena na analytickou a projektovou. V analytickém celku je provedena analýza finančního zdraví podniku, makroekonomická analýza, rozbor devizové pozice společnosti a rovněž je stanoven objem zajištění. V reakci na analytickou část je vypracován projekt, který zahrnuje návrh řízení devizových rizik pro vybrané období.

Klíčová slova: devizový trh, devizové riziko, forwardová operace, opční kontrakty, nástroje řízení devizového rizika.

ABSTRACT

This thesis deals with the issue of managing foreign exchange risks. The first part contains the basic theoretical findings, necessary to understand the topic, from the point of view of czech and foreign authors. The second part is divided to analysis and project. In analytical part is about companie's financial analysis, macroeconomic analysis, foreign exchange position analysis and also there is determinated volume of collateral. In response to the analytical part the project is created, which summarizes suggestions for managing foreign exchange risks for selected period.

Keywords: Exchange Market, Exchange Risk, Forward Transaction, Option Contracts, Tools of Managing Foreing Exchange Risk.

Touto cestou bych ráda poděkovala své vedoucí Ing. Blance Kameníkové Ph. D., za cenné rady a připomínky, bezchybnou komunikaci a čas, který mi věnovala. Velký dík patří také zaměstnancům společnosti, kteří mi poskytli veškeré potřebné informace k realizaci této diplomové práce a ukázali reálný svět fungování finančních derivátů.

Děkuji své rodině a příteli, kteří mi byli velkou oporou, jak v průběhu celého vysokoškolského studia, tak i při psaní této diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 CHARAKTERISTIKA DEVIZOVÉHO TRHU	13
1.1 STRUKTURA DEVIZOVÉHO TRHU.....	13
1.1.1 Forex	14
1.1.2 Český devizový trh.....	15
1.2 ÚČASTNÍCI DEVIZOVÉHO TRHU.....	16
1.2.1 Drobní klienti	17
1.2.2 Velké společnosti a nadnárodní firmy.....	17
1.2.3 Bankovní a nebankovní dealeři	17
1.2.4 Měnoví brokeři.....	18
1.2.5 Centrální měnové autority.....	18
1.2.6 Spekulanti a arbitrážeri	18
2 MĚNOVÝ KURZ	19
2.1 MĚNOVÉ PÁRY	20
2.1.1 Hlavní měny	20
2.1.2 Vedlejší měny.....	20
2.1.3 Exotické měny.....	21
2.2 KOTACE MĚNOVÉHO KURZU	21
2.2.1 Přímá kotace.....	21
2.2.2 Nepřímá kotace	21
2.3 MĚNOVÉ KURZY Z HLEDISKA ČASOVÉHO VYPOŘÁDÁNÍ.....	22
2.3.1 Spotový měnový kurz	22
2.3.2 Forwardový měnový kurz	22
2.4 TYPY KURZOVÝCH REŽIMŮ.....	22
2.4.1 Systém plovoucích měnových kurzů	23
2.4.2 Systém nepružných devizových kurzů.....	24
2.4.3 Přechodné režimy.....	24
3 RIZIKA V MEZINÁRODNÍM OBCHODĚ, DEVIZOVÉ RIZIKO	25
3.1 RIZIKO ZEMĚ (STÁTU).....	25
3.2 RIZIKO ÚROKOVÉ SAZBY	26
3.3 RIZIKO DEVIZOVÉHO KURZU A JEHO SLOŽKY.....	26
4 NÁSTROJE ŘÍZENÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA	27
4.1 ZÁKLADNÍ NÁSTROJE ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK	27
4.1.1 Promptní (spotové) operace	27
4.1.2 Forwardové (termínové) operace	27
4.1.3 Swapové kontrakty.....	28
4.1.4 Devizové futures	30
4.1.5 Devizové opce.....	30
4.2 ALTERNATIVNÍ NÁSTROJE ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK	34
4.2.1 Nástroje redukující devizové riziko	34
4.2.2 Nástroje k předcházení devizového rizika	34

4.2.3	Nástroje zabraňující vzniku devizového rizika	34
4.2.4	Nástroje vyrovnávající ztráty ze vzniku devizového rizika	35
5	PREDIKCE MĚNOVÝCH KURZŮ	37
5.1	TRADIČNÍ PŘÍSTUPY	37
5.1.1	Fundamentální analýza.....	37
5.1.2	Technická analýza	38
5.1.3	Psychologická analýza	38
5.2	NETRADIČNÍ PŘÍSTUPY	39
5.2.1	Teorie random walk	39
5.2.2	Teorie spekulativních bublin.....	39
6	SHRNUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI PRÁCE.....	40
II	PRAKTICKÁ ČÁST	41
7	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI XY, A. S.....	42
7.1	HISTORIE A PROFIL SPOLEČNOSTI	42
7.1.1	Personální politika mateřské společnosti	43
7.1.2	Personální politika hlavní dceřiné společnosti	43
7.2	FINANČNÍ ANALÝZA	44
7.2.1	Analýza vývojových trendů	44
7.2.2	Analýza zadluženosti	47
7.2.3	Analýza likvidity	48
7.2.4	Analýza rentability	48
7.2.5	Analýza aktivity	49
7.3	SWOT ANALÝZA	49
7.4	ZHDNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ SPOLEČNOSTI XY, A. S.....	51
8	ANALÝZA A VLIV JEDNOTLIVÝCH MAKROEKONOMICKÝCH UKAZATELŮ NA POHYB MĚNOVÝCH KURZŮ	52
8.1	HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	52
8.2	INFLACE	54
8.3	NEZAMĚSTNANOST.....	56
8.4	PLATEBNÍ BILANCE.....	58
8.4.1	Běžný účet	58
8.4.2	Kapitálový účet	59
8.4.3	Finanční účet	59
8.5	ÚROKOVÉ SAZBY	60
8.6	VÝVOJ MĚNOVÉHO PÁRU EUR /CZK	62
8.7	VÝVOJ MĚNOVÉHO PÁRU EUR/USD.....	63
9	ANALÝZA DEVIZOVÉ POZICE.....	65
9.1	VÝVOZNÍ ČINNOST	65
9.2	DOVOZNÍ ČINNOST	66
9.3	DEVIZOVÁ POZICE	67
9.3.1	Identifikace objemu zajištění	69
9.4	SOUČASNÉ ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÝCH RIZIK.....	69
10	PROJEKT ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK VE SPOLEČNOSTI XY, A. S.....	71

10.1	VÝCHODISKA PRO ŘEŠENÍ PROJEKTU	71
10.2	VÝBĚR SUBJEKTŮ A PRODUKTŮ K ZAJIŠTĚNÍ	71
10.2.1	Forward na prodej EUR/USD	72
10.2.2	Put opce na prodej EUR/USD	72
10.2.3	Risk Reversal na prodej EUR/USD (Collar).....	73
10.2.4	Evropský forward plus na prodej EUR/USD (Forward extra).....	74
10.3	SROVNÁNÍ KONKRÉTNÍCH NABÍDEK BANKOVNÍCH PRODUKTŮ	75
10.3.1	Forwardy	75
10.3.2	Opce	76
10.3.3	Risk Reversal (Collar).....	77
10.3.4	Evropský forward plus (Forward extra).....	79
10.4	NÁVRH ZAJIŠŤOVACÍCH TECHNIK PŘED 31. 3. 2015.....	80
10.4.1	Forwardy	81
10.4.2	Opce	81
10.4.3	Risk Reversal (Collar).....	81
10.4.4	Evropský forward plus (Forward extra).....	82
10.5	VYHODNOCENÍ NAVRHNUTÝCH ZAJIŠŤOVACÍCH TECHNIK PO 31. 3. 2015	82
10.5.1	Forwardy	83
10.5.2	Opce	84
10.5.3	Risk Reversal (Collar).....	85
10.5.4	Evropský forward plus (Forward extra).....	87
	ZÁVĚR	89
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	90
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	95
	SEZNAM OBRÁZKŮ	96
	SEZNAM TABULEK.....	97
	SEZNAM PŘÍLOH.....	98

ÚVOD

V dnešním světě dodavatelsko-odběratelských vztahů je zcela běžné, že dodavatel nedostane za své zboží či služby zaplacené v okamžiku jejich předání, ale mnohdy až o několik měsíců později. Jestli je tento dodavatelský úvěr ve formě odložené platby uzavřen mezi dvěma podnikatelskými subjekty, mající různou měnu a pohyblivý měnový kurz, přibývají ke standardním rizikům, jakými mohou být například kreditní rizika či rizika likvidity, také rizika devizová.

Devizové riziko tedy vzniká z nesourodosti data předání a vyfakturování zboží resp. služby s datem splatnosti. Během této doby se může měnový kurz změnit natolik, že firmě způsobí neočekávané ztráty, které mohou být v případě menších podnikatelských subjektů doslova likvidační. Na druhou stranu jí ale také mohou přinést mimořádné zisky.

Aby podnik nemusel čelit neočekávaným situacím spojených s vývojem devizového kurzu, je nutné, aby případná devizová rizika efektivně řídil. V současné době na trhu existuje celá řada bankovních i nebankovních subjektů s širokou nabídkou produktů, která měnová rizika dokáží řídit, či je případně eliminovat.

Mezi zajišťovací produkty, které slouží k řízení devizových rizik, lze zařadit forwardové operace, swapové kontrakty, devizové futures, devizové opce a další opční strategie, kterým se práce věnuje nejdříve z teoretického a pak i praktického hlediska.

Samozřejmě neexistuje jednotný, stoprocentně účinný návod, jak vybrat nejvhodnější zajišťovací instrument, jelikož je nezbytné zahrnout do výběru nejen předpokládaný vývoj měnového kurzu, ale i aktuální potřeby a možnosti subjektu, který zajištění provádí. Návrhem nejlepšího produktu k zajištění se zabývá projektová část této diplomové práce, což je zároveň hlavním cílem celé práce. Konečný návrh vychází z nabídek čtyř bankovních institucí.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Stěžejním cílem diplomové práce je nalézt optimální produkt pro zajištění devizových rizik, či kombinaci takovýchto produktů s ohledem na konzervativní přístup, jaký společnost při současném zajištění měnových rizik zaujímá.

Dosažení hlavního cíle práce předchází splnění dílčích cílů, jejichž výstupem bude vymezení devizové pozice vybrané společnosti, stanovení přiměřeného objemu zajištění a predikce vývoje kurzu měnového páru EUR/USD.

Cílem kritické literární rešerše bude získat odpovědi na následující otázky: Čím je vymezen devizový trh a jaké subjekty na něm vystupují? Co je to měnový kurz a jaké jsou možnosti jeho kotace? Jaké typy kurzových režimů v současnosti existují? Jakým rizikům věnovat pozornost v mezinárodním obchodě? Které nástroje lze použít k řízení devizových rizik? Jak nejlépe odhadnout vývoj devizového kurzu?

Aby bylo možné predikovat budoucí vývoj měnového kurzu, je nezbytné provést analýzu základních makroekonomických ukazatelů. Vzhledem k tomu, že se práce věnuje měnovému páru EUR/USD budou zde zahrnuty i fundamenty USA a EU. Veličinami působícími na směr devizového kurzu, jež budou v rámci této práce hodnoceny, jsou hrubý domácí produkt, inflace, nezaměstnanost, platební bilance a úrokové sazby.

Výkonnost vybraného podniku bude hodnocena pomocí finanční analýzy, ve které budou zahrnuty jak ukazatele vývojových trendů, které hodnotí finanční výkazy z hlediska času a skladby, tak poměrové indikátory jako zadluženost, likvidita, rentabilita a aktivita. V návaznosti na finanční analýzu bude provedena syntéza, která umožní čtenářům nahlížet na jednotlivé složky finančního zdraví jako na jeden celek.

Pro lepší orientaci v silných a slabých stránkách, tedy vnitřního potenciálu podniku a příležitostech a hrozbách, jakožto vnějšího potenciálu, bude na základě dostupných informací o společnosti vytvořena také SWOT analýza.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 CHARAKTERISTIKA DEVIZOVÉHO TRHU

Všeobecně je trh označován jako místo, kde se poptávka na straně jedné střetává s nabídkou na straně druhé, a tak se utváří cena.

Jílek (2013, s. 345 – 346) konkrétně charakterizuje devizový resp. měnový trh jako prostor, kde se kupují a prodávají měny a určuje se měnový kurz. Zároveň tento trh připodobňuje k trhu dokonalému a dále vyjmenovává znaky definice dokonalého trhu, které devizový trh splňuje:

- Existence mnoha kupujících a prodávajících,
- nenáročný vstup nových účastníků trhu,
- globální trh, neomezen geografickou oblastí,
- takřka neexistence cenových rozdílů,
- rovnější přístup k informacím.

I přes mnohé výše uvedené vlastnosti není možné devizový a dokonalý trh považovat za pojmy mající stejný význam. Jak ostatně zdůrazňuje i Rejnuš, (2014, s. 69) ideální trh je nejvyšším, výhradně teoreticky dosažitelným stupněm alokační efektivity finančního trhu. V rámci devizového trhu neexistuje dokonalá transparentnost a úplné a včasné zveřejňování obchodů, i když právě transparentnost má zejména v posledních letech rostoucí trend. Naproti tomu Hartman ve své publikaci (2013, s. 31) vidí nedostatečnou informovanost mnoha účastníků tohoto trhu resp. všech trhů zejména v jejich počáteční neznalosti odborných termínů.

Belás (2013, s. 84) označuje devizový trh jako obchodní systém, poskytující fyzickou a institucionální strukturu pro uskutečňování měnových transakcí. Zároveň zdůrazňuje jeho decentralizovanost, tedy možnost obchodování s hlavními měnami 24 hodin denně a bezhotovostní formu.

1.1 Struktura devizového trhu

Devizový trh lze rozčlenit hned z několika hledisek. Práce se věnuje dělení dle regulace neboli charakteru obchodování, účastníků měnových obchodů a dle techniky obchodování. Dále bude v rámci této podkapitoly charakterizován největší finanční trh světa a také český devizový trh. V závěru budou vyjmenováni a popsáni účastníci těchto trhů.

Dle způsobu regulace a charakteru obchodování (Černohorský a Teplý, 2011, s. 191; Durčáková a Mendel, 2010, s. 45):

- Regulované (organizované) trhy ve formě burz – burzy v rámci obchodování s devizami mají doplňkovou formu na tomto trhu a lze se s nimi setkat pouze u některých termínových obchodů, zejména u futures a částečně i u opcí.
- Neregulované (neburzovní) trhy over the counter market (dále jen OTC) – devizový trh ve své dnešní podobě má převážně charakter neburzovního trhu a funguje na základě telefonního, telefaxového a počítačového spojení mezi dealery jednotlivých trhů. Vedle telefonického uzavírání těchto obchodů s následným písemným potvrzením se stále více dostává do popředí automatizovaný obchodní systém pro zúčtování operací tzv. SWIFT.

Dle účastníků měnových obchodů (Belás, 2013, s. 85 – 86; Jílek 2013, s. 351 – 353):

- Mezibankovní měnový trh – operace mezi tuzemskými a zahraničními obchodními bankami ve vysokých jmenovitých částkách.
- Klientský měnový trh - obchody se zahraničními měnami mezi komerčními bankami a jejich klienty. Jedná se o menší trh, kde se obvykle obchoduje s nižšími částkami. Obchody se uskutečňují zejména za účelem zajištění devizových pozic, investování do zahraničních aktiv či čerpání cenově dostupnějších zdrojů.

Dle techniky obchodování (Belás, 2013, s. 85 – 86; Jílek 2013, s. 351 – 353)

- Spotový – neboli promptní. Vypořádání obchodů proběhne do dvou pracovních dní.
- Termínový – forward, futures a opce.
- Forwardový kontrakt – obchod sjednaný k dnešnímu datu za forwardové ceny s vypořádáním obchodu v budoucnu.
- Futures kontrakt – standardizovaná burzovní operace.
- Opce – právo majitele, nikoliv povinnost transakci uskutečnit.
- Swapový – kombinace termínovaného a spotového obchodu.

1.1.1 Forex

V roce 1973 vznikl dnes největší decentralizovaný finanční trh na světě. Je otevřen od pondělí do pátku 24 hodin denně a jeho průměrný denní obrat se odhaduje na více než 5 bilionů dolarů, což je více než všechny akciové trhy na světě celkem, v jakýkoli den v roce.

Největšími centry tohoto typu obchodování jsou Londýn, New York na místě druhém a na třetím Tokio. Nejživější období na Forexu je zaznamenáváno v době ranního obchodování v New Yorku, kdy se na něm pohybují ještě i evropské banky, a otevřeny jsou tak dvě třetiny trhu. (Polouček et al., 2009, s. 369)

V současnosti se více než 90 % všech měn obchoduje proti americkému dolaru a mezi další čtyři nejvíce obchodovatelné měny se řadí euro, japonský jen, britská libra a švýcarský frank. (Hartman a Turek, 2009, s. 3 – 5)

Největší subjekty tohoto trhu sehrávající významnou roli jsou přední světové banky, kupříkladu Deutsche Bank, JP Morgan či HSBC. Tyto banky se podílejí na řízení zásob peněžních prostředků svých zemí s účelem zajistit jim finanční stabilitu. Přibližně 80 % celého objemu devizového trhu realizuje právě deset největších bank na světě. Už tedy jen z titulu objemu, v jakém banky obchodují, mohou samy pohybovat směnnými kurzy. (Hartman a Turek, 2009, s. 3 – 5; GKFX.cz, 2014)

Díky rozvoji internetu, moderních technologií a online obchodních aplikací v posledních letech a zavedením tzv. mini účtů se nákup a prodej cizích měn zpřístupnil i drobným retailovým obchodníkům, mezi kterými je velmi populární, zejména díky nízkým poplatkům. Odhaduje se, že sektor retailových investorů v současnosti obchoduje přes 2 % globálního objemu devizových transakcí. (GKFX.cz, 2014; xtb.cz, 2014)

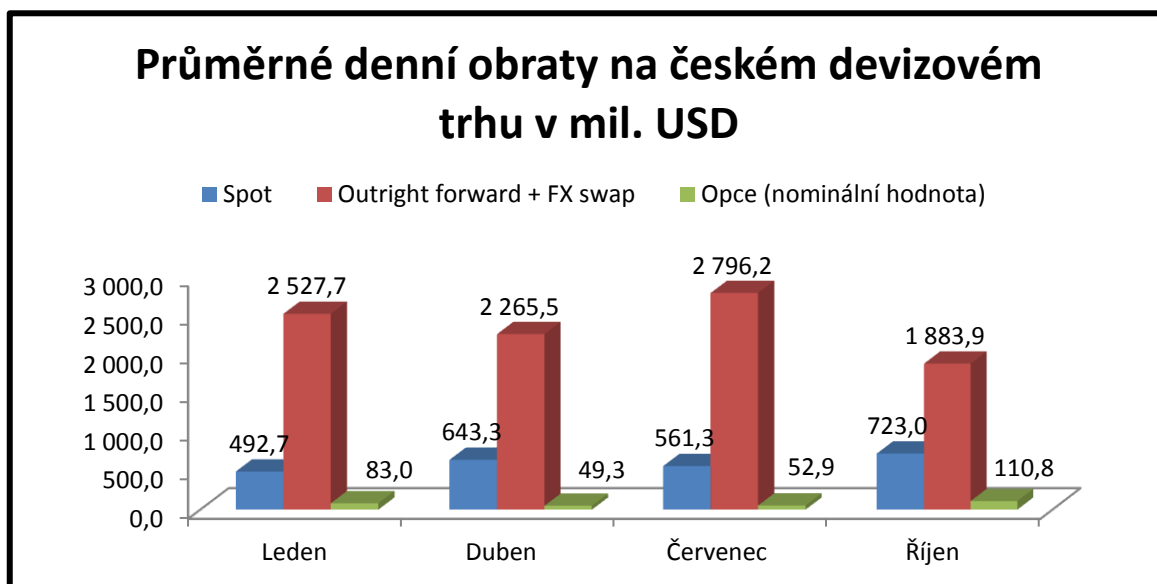
1.1.2 Český devizový trh

Budování tehdy československého devizového trhu odstartovalo po roce 1989. Prvotním cílem, který by zaručoval úspěšné fungování vnitrostátního devizového trhu, bylo vytvoření potřebné legislativní opory. Tento záměr vyvrcholil zavedením systému vnitřní směnitelnosti koruny za zahraniční měny, kdy stát tak pozbyl monopol na výkon devizových operací uvnitř státu a učinil tak možným platební styk se zahraničím. (Kráp, 2009_A, s. 241)

Současná míra směnitelnosti koruny umožňuje domácím i zahraničním subjektům nabývat dle vlastního uvážení zahraniční měnu či českou korunu bez jakýchkoli obtíží. Díky tomuto faktu patří české hospodářství k nejvíce otevřeným celkům na světě. (Jílek, s. 351)

Českou republiku řadí Jílek (2013, s. 351) v rámci měnových trhů do skupiny malých zemí, jejichž podíl na celosvětovém obratu zboží, služeb i kapitálu je nepatrný. Tato skutečnost je dána rozsahem zahraničního obchodu, rozlohou území či velikostí populace. Vej-

mělek (b. r., s. 6 – 7) i přesto považuje český devizový trh za standardně rozvinutý, kde největší podíl mají swapové obchody, což lze vyčíst z následujícího grafu (Obr. 1.).



Obr. 1. Průměrné denní obraty na českém devizovém trhu v mil. USD za den v roce 2014. (ČNB, 2014, vlastní zpracování)

ČNB provádí průzkum průměrných obrátů na českém devizovém trhu vždy ve čtyřech měsících v roce – lednu, dubnu, únoru a říjnu. V roce 2014 byl průměrný denní obrat nejvyšší v červenci (3 410, 4 mil. USD) a nejnižší v posledním sledovaném měsíci roce (2 717,7 mil. USD), kdy znatelně poklesly obraty forwardu a swapu oproti všem dosavadním měsícům. Největší měrou na všech sledovaných instrumentech se podílí měnové páry USD/CZK a EUR/CZK, třetím nejčastěji obchodovaným měnovým párem na českém devizovém trhu je pak pár USD/EUR.

1.2 Účastníci devizového trhu

Jak již bylo popsáno výše, měnový trh se z hlediska účastníků obchodů dělí na mezibankovní a klientský. V této části práce budou blíže specifikovány konkrétní subjekty působící na tomto trhu.

Řada autorů (Durčáková a Mendel, 2010, s. 47; Polouček et al., 2009, s. 371) či internetových portálů (FXstreet.cz, 2014) věnujících se této problematice se shoduje, že banky, jako subjekt devizového trhu tvoří jakousi páteř celého systému. Dále potom člení participanty tohoto trhu šest hlavních skupin – bankovní dealeři, drobní klienti, velké společnosti a nadnárodní firmy, měnoví brokeři, centrální měnové autority a spekulanti a arbitrážéři.

1.2.1 Drobní klienti

Král' (2009_B, s. 266) považuje za primární skupinu na devizovém trhu drobné klienty, tzn. importéry a exportéry zboží a služeb a dále také drobné zákazníky, jež nakupují valuty zejména kvůli cestovnímu ruchu. Zdůrazňuje také, že tato kategorie obchoduje za nejméně výhodných podmínek, jelikož vzhledem k malým objemům devizových transakcí nemůže na trh vstupovat přímo, ale výhradně přes zprostředkovatele v podobě velkých bank, jenž si za nákup a prodej valut a deviz účtují nemalé poplatky, někdy až ve výši 4% z objemu transakce.

V současné době roste počet drobných investorů zejména v zemích Blízkého východu, kde se měnový trh dynamicky rozvíjí a má potenciál stát se důležitou součástí tohoto trhu jako celku. (The Banker, Middle East, 2014)

1.2.2 Velké společnosti a nadnárodní firmy

Primárním motivem devizových transakcí těchto aktérů je zajištění proti devizovému riziku v rámci zahraničněobchodních operací či mezinárodního investování. Některé společnosti však také aktivně spekulují na vývoj devizových kurzů s účelem zvýšit výnosnost svého podnikání, resp. zisku. (Polouček et al, 2009, s. 371)

Vzhledem k velkému objemu všech výše uvedených typů transakcí používají tyto společnosti buď banky vlastní, nebo velké banky s nadnárodní působností a to vždy, ve srovnání s drobnou klientelou, za výhodnějších podmínek. (Král', 2009_B, s. 266)

1.2.3 Bankovní a nebankovní dealéři

Dealéři obchodních bank prodávají a nakupují devizy na svůj účet, resp. na účet své banky a dosahují zisku především na kurzovém rozpětí, neboli spreadu, tzn. rozdílu mezi nákupním měnovým kurzem (bid), za který jsou ochotni devizy nakoupit a prodejním měnovým kurzem (ask, offer), za který jsou ochotni je prodat. Bankovní dealéři působí jak na klient-ském, tak na mezibankovním trhu. (investujme.cz, 2014)

Někteří dealéři na velkoobchodním trhu jsou v pozici tzv. market makerů, kteří zároveň nakupují a prodávají devizy a vytvářejí tak na trhu cenu deviz neboli devizový kurz, a tak stěžejní měrou ovlivňují utváření měnových kurzů. (Durčáková a Mendel, 2010, s. 47)

1.2.4 Měnoví brokeri

Obyčejně obchodují pouze na účet klienta a za své služby si účtují poplatky. Taušer (2007, s. 14 – 15) zdůrazňuje i další významnou úlohu brokerů, v rámci níž jsou dealery využíváni, aby ti zachovali svou anonymitu. V případě vyzrazení identity dealera by mohl být trh ovlivněn nežádoucím směrem, jednotliví účastníci trhu by se totiž snadno mohli dozvědět, která konkrétní banka prodává konkrétní množství dané měny a jejich snahou bude nakoupit tuto měnu levněji a právě proto broker nezveřejňuje protistrany, ale pouze kurzy. Se stejným názorem týkající se anonymního dojednání obchodu se ztotožňuje i Durčáková a Mendel. (2010, s. 47)

1.2.5 Centrální měnové autority

Centrální banky jednotlivých zemí vystupují na tomto trhu v souladu s určeným kurzovým režimem a aktuálními zájmy monetární politiky. Jejich stěžejním cílem není dosahování zisku, nýbrž prostřednictvím intervencí ovlivnění či zvrácení nepříznivého vývoje kurzu národní měny. (Polouček et al, 2009, s. 371; Taušer, 2007, s. 14)

Centrální banky kontrolují nabídku své národní měny a obecně platí, že nízká nabídka a vysoká poptávka po konkrétní měně vede k zhodnocení této měny a naopak. (O'keefe, 2010, s. 5)

Každý z participantů na devizovém trhu by měl pozorně sledovat kroky centrálních bank, neboť je velmi pravděpodobné, že bude jejím konáním v menší či větší míře ovlivněn. (O'keefe, 2010, s. 5)

1.2.6 Spekulanti a arbitrážeri

Rejnuš je ve své nejnovější publikaci (2014, s. 468) označuje jako individuální tradery resp. drobné investory, kteří zpravidla investují krátkodobě se záměrem dosažení zisku.

Spekulace neboli snaha profitovat na pohybech měnových kurzů založena na velmi triviálním principu, kdy spekulant nakupuje určitou měnu, když má za to, že ji v budoucnu prodá za vyšší cenu. (Taušer, 2007, s. 14)

Arbitráž v rámci své prostorové formy se rozumí vyrovnávání zjištěných kurzových rozdílů na jednotlivých teritoriálně oddělených spotových devizových trzích. (Rejnuš, 2014, s. 468)

2 MĚNOVÝ KURZ

Česká republika patří k nejvíce otevřeným ekonomikám světa, s velkým procentem menších společností i velkých korporací, které obchodují zejména přeshraničně a tuzemský obchod je pro ně až na druhém místě.

V takovýchto společnostech orientujících se na zahraniční obchod, se pojmy jako měnový kurz či jeho kotace skloňují každodenně, proto považují za nezbytné tyto charakteristiky rozebrat v následující kapitole.

Dle Taušera (2007, s. 7) je devizový kurz vymezen jako numerická proměnná, jež vyjadřuje kvantitativní poměr dvou měn tvořících měnový pár.

Režňáková (2010, s. 166) kvantifikuje měnový kurz (anglicky foreign exchange rate) jako cenu měnové jednotky jedné konkrétní země vyjádřenou v měnových jednotkách jiné země či celého souboru měn v tzv. měnovém koši. Prostřednictvím devizového kurzu je daná ekonomika propojena s vnějším okolím, což umožňuje provádět zahraniční transakce téměř bez omezení.

Dále vyjmenovává řadu faktorů, jež na měnový kurz více či méně působí (Režňáková, 2010, s. 166):

- Chování subjektů na devizovém trhu,
- očekávání subjektů na devizovém trhu,
- fundamentální faktory – stav platební bilance, inflační a úrokový diferenciál, peněžní zásoba, tempo mezinárodního obchodu.

Jílek (2013, s. 333) myšlenku Režňákové dále rozvádí a konstatuje, že devizový kurz v dlouhodobém horizontu (bez ohledu na měnový systém dané měny) reaguje na platební bilanci jakožto fundamentální faktor tak, že naopak změna devizového kurzu ji ovlivní až ex post. Naproti tomu je měnový kurz z krátkodobého hle

diska ovlivněn především spekulací a bývá značně volatilní, což může zapříčinit destabilizaci národního obchodu. Vzhledem k tomuto faktu se centrální banky uchylují ke slovním intervencím, nákupu a prodeji cizí měny za domácí měnu a používají tzv. řízený plovoucí měnový kurz.

2.1 Měnové páry

Měnových neboli křížových párů obchodovatelných na Forexu existuje celá řada. Není však možné všem měnám přisuzovat stejnou míru významnosti, a proto jsou rozděleny do třech hlavních kategorií.

2.1.1 Hlavní měny

V současnosti mezi hlavní měny patří (Hartman, 2013, s. 90)

- Americký dolar (USD) – nejrozšířenější měna v mezinárodních transakcích. V řadě zemí drží dolar společně se zlatem v hojné míře jako bankovní rezervu. Vyjma států, jež používají americký dolar jako oficiální měnu, existují i země, jež mají svou měnu pevně navázanu na kurz amerického dolaru.
- Euro (EUR) – měna eurozóny a za americkým dolarem nejdůležitější reprezentant v celosvětovém měnovém systému. V současnosti přijalo euro za svou oficiální měnu 18 z 27 členů unie.
- Japonský jen (JPY) – 16,5 % všech transakcí probíhá v japonské měně, což je dáno především velikostí a exportní orientací japonské ekonomiky. Společně s dolarem a eurem je ve velké míře používána jako bankovní rezerva.
- Britská libra (GBP) – za účasti této měny v hlavních měnách stojí především dominantní postavení Velké Británie, resp. Londýna, který vystupuje jako přední světové finanční centrum a na Forexu tvoří 15 % všech obchodů.
- Švýcarský frank (CHF) – pátá nejdůležitější měna na Forexovém trhu, jež je od předchozích čtyř měn relativně vzdálená, protože se ve francích zobchoduje denně méně než 7 % všech transakcí.

2.1.2 Vedlejší měny

Tyto měny charakterizuje především jejich volná dostupnost, nicméně na spotovém trhu mohou dočasně ztratit likviditu. Omezení splatnosti těchto měn může trvat na forwardovém trhu maximálně do šesti měsíců. Do skupiny těchto měn patří (Hartman a Turek, 2009, s. 16):

- Norská koruna,
- dánská koruna,
- švédská koruna,

- australský dolar,
- kanadský dolar.

Jílek (Rejnuš, s. 464) ještě do kategorie vedlejších měn přidává ruský rubl, novozélandský a hongkongský dolar.

2.1.3 Exotické měny

Zde se řadí nespočet ne příliš významných měn, které nemají téměř žádný objem obchodů a není o ně projevován takový zájem jako u předešlých dvou skupin. V této kategorii je možno nalézt i českou korunu nebo polský zlotý. Dále se jedná o měny zemí třetího nebo rozvojového světa. (Hartman a Turek, 2009, s. 16; Rejnuš, 2014 s. 464)

2.2 Kotace měnového kurzu

Při vyjadřování měnového kurzu je stěžejní jeho zápis. Je nezbytné se proto rozhodnout, jak se bude daná měna zapisovat, tedy jinými slovy použijeme-li přímou či nepřímou kotaci.

2.2.1 Přímá kotace

Kalínská (2010, s. 77) vystihuje přímou kotaci jako jev, kdy měnový kurz udává počet jednotek tuzemské měny, kterou jsme nuceni vynaložit k získání jedné jednotky zahraniční měny. Cena jedné jednotky cizí měny je tedy určena v domácí měně.

Zaplatíme-li dnes za americký dolar 22,50 korun, tak měnový kurz v přímé kotaci je 22,50 CZK/USD. Jestliže v budoucnu klesne cena dolaru vyjádřená v korunách například na 22 korun, konstatujeme posílení (apreciaci) koruny vůči dolaru, které analogicky vzhledem ke koruně oslabuje (depreciuje).

2.2.2 Nepřímá kotace

Naopak vyjadřujeme-li měnu hodnotu tuzemské měny v jednotkách měny zahraniční, mluvíme o měnovém kurzu zapsaném v nepřímé kotaci. Pověštinou státy při zápisu hodnoty devizového kurzu užívají přímou kotaci. Výjimku potvrzující pravidlo je v tomto případě Velká Británie, která kurz britské libry zapisuje naopak v nepřímé kotaci. (Černohlávková a Plchová, 2007, s. 108)

2.3 Měnové kurzy z hlediska časového vypořádání

V rámci členění měnového kurzu s ohledem na časové hledisko je možno rozlišit dva základní druhy takovýchto měnových kurzů – spotový měnový kurz a forwardový měnový kurz. V následujících dvou podkapitolách budou popsány jejich základní charakteristiky a zejména pak jejich rozlišení.

2.3.1 Spotový měnový kurz

Neboli také promptní měnový kurz je vyjádřen cenou, za kterou se obchodují devizy s termínem dodání do dvou obchodních dnů od okamžiku uzavření kontraktu. Spotový kurz může být kótován jak přímým, tak i nepřímým kurzovým záznamem. Každá měna dostupná na devizovém trhu je zapsána dvěma kurzy, jejichž rozdíl je označován jako spread. Tyto kurzy jsou pojmenovány takto (Režňáková et al, 2010, s. 178 – 179):

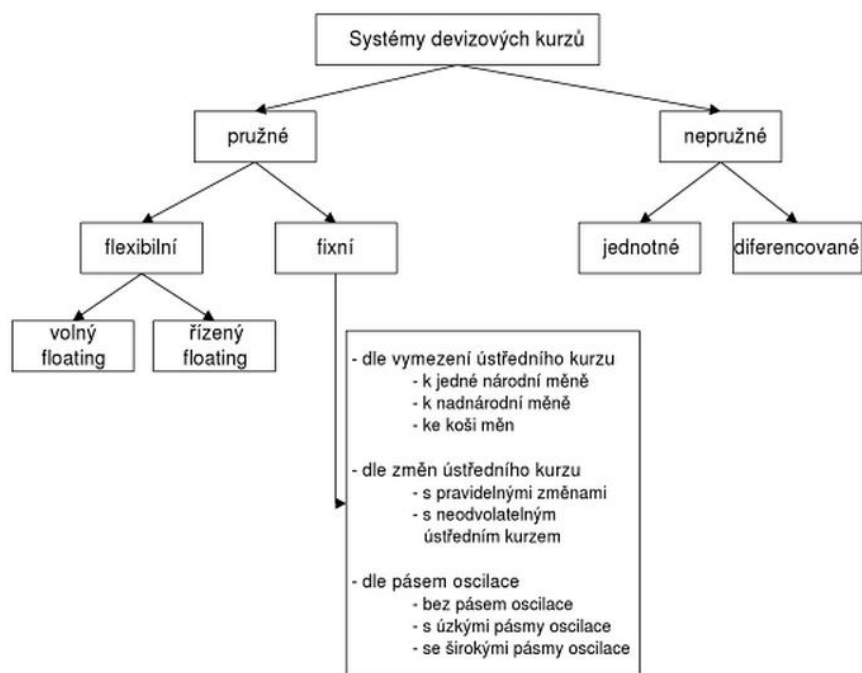
- Kurz nákup (bid) – cena, jež je dealer ochoten akceptovat při nákupu deviz od jiného klienta či banky.
- Kurz prodej (ask, offer) – cena, kterou dealer vyžaduje v rámci prodeje deviz jinému klientovi či bance.

2.3.2 Forwardový měnový kurz

Jinak řečeno termínový měnový kurz. Uzavření transakce probíhá v přítomném čase, zatímco jeho vypořádání v budoucím, předem sjednaném termínu, kdy je zároveň pevně domluven také termínový kurz. Nejčastější kontrakty, sjednávány jako forwardové operace jsou do jednoho roku. Méně časté jsou pak operace od jednoho do tří let a zcela ojediněle pak ty s dobou dospělosti pěti let, a to především díky vyššímu riziku, kdy je těžké odhadnout budoucí pohyb promptního kurzu. Mezi hlavní termínové obchody se řadí forwardy, futures a opce a budou podrobněji analyzovány v následujících kapitolách. (Černohorský a Teplý, 2011, s. 191; Durčáková a Mendel, 2010, s. 140):

2.4 Typy kurzových režimů

Na rozhraní 70. let 20. století měly členské země Mezinárodního měnového fondu relativně jednotný systém devizových kurzů. Následně se však zejména vlivem nerovnováhy vnějších vztahů, vnitřních ekonomických problémů a odlišných cílů hospodářských politik jednotlivých zemí začaly objevovat různé systémy, jež jsou znázorněny v následujícím schématu (Černohorský a Teplý, 2011, s. 179).



Obr. 1. Systémy devizových kurzů. (Černohorský a Teplý, 2011, s. 179 dle Durčákové a Mendela, 2003, s. 294)

2.4.1 Systém plovoucích měnových kurzů

V roce 1976 v rámci zasedání Mezinárodního měnového fondu, v hlavním městě Jamajky, Kingstonu, byl systém pružného měnového kurzu všeobecně uznán platným. (Štěrbová, 2013, s. 300)

Kalínská (2010, s. 87) píše o těchto měnách v rámci pružného kurzu jako o měnách směnitelných, jež jsou determinovány na devizových trzích prostřednictvím nabídky a poptávky a Taušer (2007, s. 22) dále poukazuje na nezbytnost rozlišovat mezi vnitřní směnitelností, která je charakteristická tím, že daná měna je obchodována výlučně na domácím devizovém trhu, kde mají zahraniční subjekty značně limitovaný přístup, či jej mají zcela odepřen.

Hlavním důvodem je poskytnout tuzemským subjektům přístup k zahraniční měně, aby mohly navázat ekonomické vztahy se subjekty ze zahraničí. Na druhé straně vnější směnitelnost je určena v článku VIII Dohody o Mezinárodním měnovém fondu, který vyžaduje směnitelnost měn členů fondu alespoň pro transakce v rámci běžného účtu platební bilance. Plnou směnitelnost pak charakterizuje směnitelnost měny pro veškeré transakce v rámci platební bilance (Kalínská, 2010, s. 87).

Systém flexibilního měnového kurzu má dvě podoby, a to tzv. volný (čistý) floating a řízený (nečistý) floating. Zřídka kdy se naskytne příležitost přijít do styku s volným floatingem, neboť se jedná o situaci, kdy centrální banka žádným způsobem nezasahuje do tržního vývoje devizového kurzu, ta totiž v rámci systému floating není povinna na měnovém trhu intervenovat vůbec. Ve skutečnosti však téměř všechny centrální banky více či méně kurz domácí měny ovlivňují, i když k tomu nejsou vázány žádnými pásmy oscilací či centrální paritou. (Taušer, 2007, s. 25)

Systém pevného kurzu je dle Jílka (2013, s. 381) režim, kdy stěžejním úkolem centrální banky je udržet měnový kurz vůči referenční měně či ke koši měn v tzv. flukтуаčním pásmu. V případě, že se domácí kurz přiblíží k horní či spodní hranici tohoto pásma, centrální banka reaguje koupěmi či prodeji cizích měn za domácí měnu, čímž zamezí dalšímu posilování či oslabování tuzemské měny.

2.4.2 Systém nepružných devizových kurzů

Systém tzv. administrovaných měnových kurzů je rozšířen v uzavřených, centrálně plánovaných ekonomikách, kde tento kurz není podmíněn interakcí nabídky a poptávky a kde je prosazován zájem oddělit vnitřní a vnější ekonomiku. Tento úředně nastolený devizový kurz plní funkci jakési bariéry mezi danou ekonomikou a zahraničím. Diferencovaný typ devizového kurzu, jako jeden ze dvou druhů nepružného kurzu, byl využíván i v bývalém Československu, kdy se kurz odlišoval v rámci obchodních platů pro socialistické podniky a neobchodních platů pro soukromé účely. Dnes se administrativní diferencovaný měnový kurz používá pro obchodní a kapitálové operace výjimečně a jeho cílem je zpravidla vyvolat příliv zahraničního kapitálu při absenci domácích úspor. (Černohorský a Teplý, 2011, s. 180 – 181)

Kalínská (2010, s. 78) takto stanovaný měnový kurz kritizuje, protože bývá mnohdy odtržen od skutečného vývoje dané ekonomiky, což vzhledem k jejímu neefektivnímu fungování způsobuje zaostávání za ostatními zeměmi.

2.4.3 Přechodné režimy

Mezi tzv. přechodné režimy měnových kurzů je možno zařadit systém crawling bands či crawling pegs, jež jsou kombinací výhod a nevýhod systémů pohyblivých a pevných měnových kurzů. (Taušer, 2007, s. 29)

3 RIZIKA V MEZINÁRODNÍM OBCHODĚ, DEVIZOVÉ RIZIKO

V rámci přeshraničních obchodních vztahů čelí obě strany kontraktu řadě rizik. Cílem této kapitoly je si tato rizika kvantifikovat, zejména pak riziko devizové a upozornit na důležitost všech jeho složek.

Možné riziko plynoucí z mezinárodních finančních vztahů vystihuje Král' (2010, s. 96 - 97) jako nejisté očekávání z právě probíhajících finančních kontraktů, díky nimž hrozí skutečné nebezpečí ztráty jedné ze smluvních stran. Dále ve stejné své publikaci zdůrazňuje nezbytnost členit rizika podle příčin jejich vzniku, což je první krok k jejich efektivnímu řízení. Takovými rizikům jsou pak nuceny čelit zejména mezinárodně působící banky, nadnárodní společnosti i soukromí investoři, kteří investují do zahraničních finančních instrumentů. Rizika, která podléhají výše uvedenému členění, rozlišujeme na riziko země (státu), riziko úrokové sazby a riziko devizového kurzu.

3.1 Riziko země (státu)

Riziko země je systematické riziko, ovlivňující všechny podnikatelské subjekty i jejich obchodní aktivity na tuzemském trhu a je důsledkem ekonomického, politického a kulturního prostředí daného státu. Za ekonomická rizika v tomto případě považujeme například inflaci, pohyb kurzu či hospodářský cyklus. Politická rizika pramení z nejrůznějších restriktivních opatření vlády, například zablokování plateb. Kulturními riziky pak rozumíme různorodost v otázkách náboženství, etických normách či povolené kapitálové struktuře (některé státy zakazují stoprocentní vlastnictví základního kapitálu zahraniční mateřskou společností). (Čižinská a Režňáková, 2007, s. 64)

Pratt s Grabowskim (2010, s. 407 – 408) dále rozvádějí předešlou myšlenku Čižinské a Režňákové o globalizační aspekt. Zamýšlejí se zejména nad velikostí a závažností rizika země v budoucnu, zda se právě díky probíhající globalizaci ekonomik ekonomické riziko zredukuje nebo zda specifická rizika jednotlivých zemí budou stále v popředí.

Existuje řada kvalitních zdrojů, které poskytují informace o jednotlivých zemích a jejich ekonomikách, nejčastěji prostřednictvím tzv. škál ratingu, které vypracovává například Standard & Poors, Moody's, či Fitch. Hodnocení rizika země poskytuje například i Euro-money. (Pratt a Grabowski, 2010, s. 408)

3.2 Riziko úrokové sazby

„Riziko pohybu úrokových měr je možno považovat jako součást tržního, neboli nediverzifikovatelného rizika,“ píše ve své publikaci Rejnuš (2014, s. 202). Australská profesorka Helliarová (2005, s. 18 – 19) rozebírá toto riziko velmi detailně, nejen z pohledu organizací, mající své peněžní přebytky a investice vázány na pohyblivou úrokovou sazbu, ale také z pohledu zákazníků, kteří při růstu úrokových měr nebudou tolik nakupovat, jelikož se jejich disponibilní důchod sníží, což má v konečném důsledku opět negativní vliv na podniky. Analogický scénář nastává, má-li společnost svůj dluh vázán na některou z tržních úrokových bankovních sazeb, pokud se tato sazba bude zásadně zvyšovat.

3.3 Riziko devizového kurzu a jeho složky

Kurzové riziko se váže na veškeré formy mezinárodních hospodářských vztahů a je způsobeno proměnlivostí kurzů jednotlivých měn. Právě nestálost měnového kurzu je příčinou, že výsledky skutečně dosažené v jednotlivých transakcích se mohou lišit od výsledků očekávaných, a to v obou směrech – pozitivním i negativním. V takovémto případě hovoříme o **transakční složce** devizového rizika. Jinými slovy, změnil-li se kurz měny kontraktu v období mezi kalkulací kupní ceny a samotné realizace, může vývozce či dovozce utrpět kurzovou ztrátu či dosáhnout kurzový zisk. (Černohlávková, 2007, s. 34 – 35)

Druhá **translační (účetní) složka** devizového rizika souvisí s tvorbou konsolidovaných bilancí multinacionálních společností (společnosti, které vznikly fúzí dvou a více kapitálů různých zemí). K účetní devizové expozici dochází tehdy, když se tuzemská hodnota aktiv, pasiv, příjmů či výdajů denominovaných v cizích měnách mění v konsekvenci s účetně evidovanými změnami devizových kurzů. Tomuto jevu může podléhat jak konsolidovaná účetní rozvaha, tak konsolidovaná účetní výsledovka zmíněných společností. (Durčáková a Mendel, 2010, s. 243)

Černohlávková ve své publikaci (2007, s. 35) upozorňuje, že riziko devizového kurzu může mít mnohem dalekosáhlejší následky, než pouze ovlivňování přeshraničních transakcí. Výraznější změny měnového kurzu ovlivňují konkurenceschopnost exportérů na zahraničních trzích. Někdy například vývozce není schopen konkurovat domácím producentům v zemi odbytu, a tak nemůže naplnit své původní prodejní záměry na daném trhu. Takovýto a podobné jevy jsou označovány jako ekonomická devizová expozice neboli **ekonomická složka** devizového rizika.

4 NÁSTROJE ŘÍZENÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA

Řízení kurzového rizika u podnikatelského subjektu by mělo odrážet jednak očekávání managementu týkající se budoucího vývoje devizového kurzu, tak vyjednávací pozici podniku vůči finančním institucím a obchodním partnerům a v neposlední řadě taktéž z nákladů na eventuální zajištění. Výsledné stanovení tolerance tohoto rizika nevychází jenom z postoje manažerů a vlastníků, nýbrž z možnosti podniku vstřebat negativní dopady vývoje devizového kurzu. (Režňáková, 2010, s. 175 – 176)

4.1 Základní nástroje řízení devizových rizik

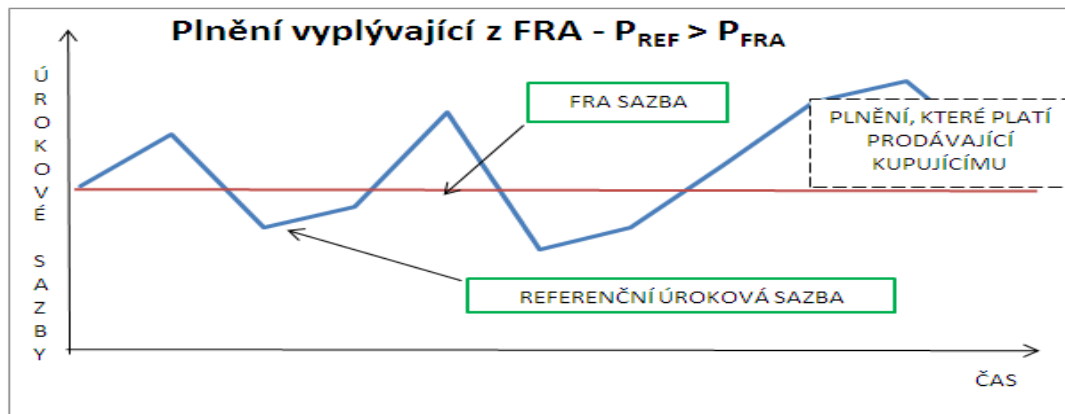
Za základní nástroje řízení devizových rizik byly v rámci této práce stanoveny derivátové instrumenty. Techniky zajištění, při níž jsou využívány měnové deriváty, je možno též označit za externí metody zajištění devizového kurzu, neboť v těchto případech společnost využívá služeb bankovních domů a dalších finančních institucí.

4.1.1 Promptní (spotové) operace

Spotové operace měly v období bretton-woodského systému pevných kurzů, přesněji do roku 1973 jasně vedoucí pozici na devizových trzích. Dnes však už je situace zcela opačná. Stěžejními instrumenty na světovém, ale i českém devizovém trhu jsou termínové operace typu forward a jim podobné swapy. Promptní operace je druhem devizové operace, jejíž vypořádání (dodání devizy) se uskuteční do dvou pracovních dní po uzavření obchodu. Spread, tedy rozpětí mezi nákupním a prodejním kursem se na mezibankovním trhu pohybuje okolo 0,1 % a na trhu klientském je to přibližně 1 %. (Revenda, 2012, s. 392 – 393)

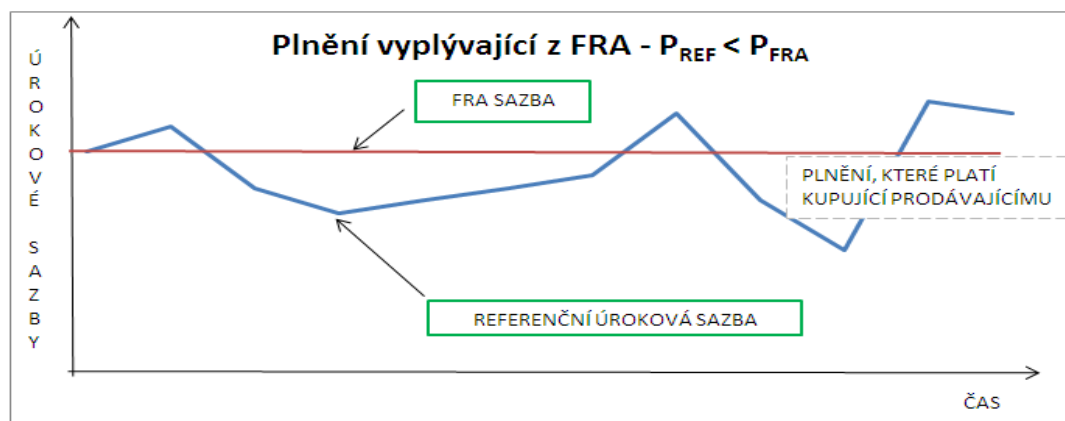
4.1.2 Forwardové (termínové) operace

Dohoda o termínové úrokové sazbě, neboli forward rate agreement (dále jen FRA) vznikla ve Švýcarsku v polovině 80. let 20. století. Jedná se o nestandardizovaný mimoburzovní kontrakt, z čehož vyplývá, že si aktéři obchodu dohodnou veškeré podmínky zcela individuálně. FRA poskytuje možnost zajistit si pro určité období v budoucnosti fixní úrokovou sazbu pro závazek nebo pohledávku. Plnění FRA vzniká z rozdílu mezi pevně sjednanou úrokovou sazbou ve FRA a skutečnou tržní výší úrokové sazby k datu, ke kterému bylo FRA sjednáno. Ve FRA kontraktu vystupují dva subjekty – kupující, neboli subjekt v dlouhé pozici spekulující na růst tržních úrokových sazeb a prodávající, čili subjekt v krátké pozici, předpokládající pokles tržních úrokových sazeb. (Dvořák, 2006, s. 47 – 48)



Obr. 2. Referenční sazba leží nad FRA sazbou. (Dvořák, 2006, s. 53)

Graf výše (Obr. 2.) zobrazuje situaci, kdy referenční sazba je k datu vypořádání vyšší než FRA sazba, což znamená, že plnění poskytuje prodávající FRA kupujícímu.



Obr. 3. Referenční sazba leží pod FRA sazbou. (Dvořák, 2006, s. 53)

Opačný vývoj ilustruje předchozí graf (Obr. 3.). V tomto případě poskytuje plnění kupující FRA prodávajícímu.

Podstatou termínových operací je tedy jejich uzavření v současnosti a jejich vypořádání v předem dohodnutém termínu. Označují se například 2 x 5 (dva na pět). První z údajů značí období od data kontraktu do začátku úrokového období a druhý potom časový úsek od data kontraktu do konce úrokového období (vše v měsících). V tomto případě je počátek úrokového období za dva měsíce a toto období potrvá tři měsíce, celkově tedy pět měsíců. (Durčáková a Mendel, 2010, s. 140; Jílek, 2010, s. 89)

4.1.3 Swapové kontrakty

První výměnná neboli swapová operace byla sjednána na samém začátku 80. let 20. století a od té doby se těšila neobyčejnému růstu. Dnes mají swapy ústřední význam na derivátových trzích. Swap je mimoburzovní dohoda dvou společností o výměně svých peněžních

toků v budoucnu. Kontrakt určuje data, kdy budou tato cash flows placena a jakým způsobem budou kalkulována. Obvykle kalkulace peněžních toků zahrnuje budoucí hodnotu úrokové sazby. Zatímco forwardy jsou ekvivalentem pro výměnu finančních toků s jediným datem vypořádání v budoucnu, swapy toto umožňují v několika nadcházejících předem dohodnutých termínech. (Hull, 2012, s. 148)

Rejnuš (2014, s. 504) vyjmenovává v současné praxi nejpoužívanější swapové instrumenty, k nimž se dle jeho názoru řadí ty úrokové, měnové a devizové, a to především z toho důvodu, že je nabízí celosvětově většina komerčních bank.

- úrokové swapy

Jde o smluvní dohodu o opětovnou výměnu určitých úrokových plateb v téže měně, která nastává v dohodnutých termínech v budoucnu a je odvozena od nominální hodnoty swapu a úrokového období. Úrokové swapy se dále dělí na swapy kupónové a bazické. **Kupónové swapy** mají jednu úrokovou sazbu definovanou na fixní bázi (je určena po celou dobu splatnosti) a druhou na bázi pohyblivé (mění se v pravidelných intervalech na základě vývoje zvolené referenční úrokové sazby). **Bazický swap** je analogií swapu kupónového s jediným rozdílem, že obě swapové úrokové sazby jsou na pohyblivé bázi a referenční sazby jsou odlišné. (Dvořák, 2006, s. 76 – 77)

- měnové swapy

Podstata měnového swapu spočívá v jedné aktuální a jedné budoucí směně určitých úrokových plateb denominovaných ve dvou různých cizích měnách a zároveň také ve směně veškerých peněžních toků od těchto plateb odvozených, což měnový swap odlišuje od toho úrokového. (Černohlávková, 2007, s. 91)

- devizové swapy

Tento typ swapů se uskutečňuje prostřednictvím nákupu jedné měny proti druhé měně za jejich spotový kurz a v budoucnu v okamžiku splatnosti operace proběhne zpětný prodej za předem dohodnutou termínovou cenu. V rámci realizace devizových swapů se mezi zúčastněnými subjekty převádí jednotlivé podkladové částky kontraktu, a to nejdříve jedním a poté opačným směrem, zatímco se neprovádějí žádné průběžné úrokové platby. (Rejnuš, 2014, s. 509)

4.1.4 Devizové futures

Derivátový instrument typu futures byl poprvé realizován v roce 1972 v Chicagu na burze Chicago Mercantile Exchange a do nynějška jde o největší burzu specializující na devizové futures. Futures je standardizovaný nástroj pro řízení devizových rizik obchodovaný na regulovaných trzích ve formě burz, což je jeden z hlavních znaků odlišujících futures od forwardů. Standardizaci podléhá obchodovatelné množství, dodací lhůty, dále pak také nezbytnost využití brokera při uzavírání těchto obchodů. Skutečnost, jež nelze opomenout je také to, že se obě protistrany neznají a partnerem každého účastníka obchodování je samotná burza. Vzhledem k tomuto faktu se všechny obchody vyrovnávají prostřednictvím tzv. clearingové ústředny. Tato ústředna umožňuje vyrovnání zisků nebo ztrát bezprostředně po uzavření otevřené pozice, což je hlavní přednost futures. (Jílek, 2010, s. 241; Král, 2003, s. 43 – 44, Rejnuš, 2014, s. 493)

Na termínových futures burzách je možno se nejčastěji setkat s **úrokovými futures**, kdy se jedná o výměnu pevné hotovostní částky v jedné měně za dosud neznámou hotovostní částku, eventuálně za dluhový cenný papír ve stejné měně. Neméně známé jsou **měnové futures**, vystihující výměnu pevné částky hotovosti v jedné měně za pevnou částku hotovosti v jiné měně, případně za akciový nástroj – **akciové futures**, či za nástroj komoditní – **komoditní futures**. (Jílek, 2010, s. 241)

4.1.5 Devizové opce

Autorů, zabývajících se problematikou opcí je celá řada. Pro popis základních opčních strategií a pojmů s nimi souvisejícími byli pro potřeby této práce vybráni zejména tito autoři – Ambrož (2002), Dvořák (2006), Košťál a Turek (2009) a Rejnuš (2014).

Opční burza se poprvé otevřela 26. dubna roku 1973 v Chicagu a zrealizovalo se tehdy 911 kontraktů. Nejdřív se obchodovaly pouze call opce na 16 akcí, mezi nimiž byly například akcie firem Ford, McDonald's či Xerox. Další skupina čítající rovněž 16 akcií byla přidána koncem téhož roku a patřily do ní třeba akcie společností Avon či Exxon. Následující rok přibýlo 8 akcií a pak už rychle následovalo mnoho dalších. (Košťál a Turek, 2009, s. 3)

Opční kontrakt umožňuje (dává právo, neukládá však povinnost) vlastníkovi opce buď koupit (v případě kupní opce) či prodat (v případě prodejní opce), v předem dohodnutém okamžiku konkrétní podkladové aktivum za předem dohodnutou cenu. Po zaplacení opční prémie, která je několikanásobně menší než tržní cena aktiva, může držitel opce (například

při nepříznivém vývoji tržních cen tohoto aktiva) své právo neuplatnit a od obchodu odstoupit. Na druhé straně kontraktu stojí vypisovatel opce ve zcela opačné pozici. Vypisovatel vyinkasoval opční prémii od držitele, musí však čekat na jeho vyzvání, zda opci uplatní či nikoliv (což musí být minimálně 2 pracovní dny před její splatností, jinak majiteli opce propadá) a opci mu buď prodat (v případě kupní opce) nebo ji od něj koupit (v případě prodejní opce). (Král, 2003, s. 43; Rejnuš, 2014, s. 511)

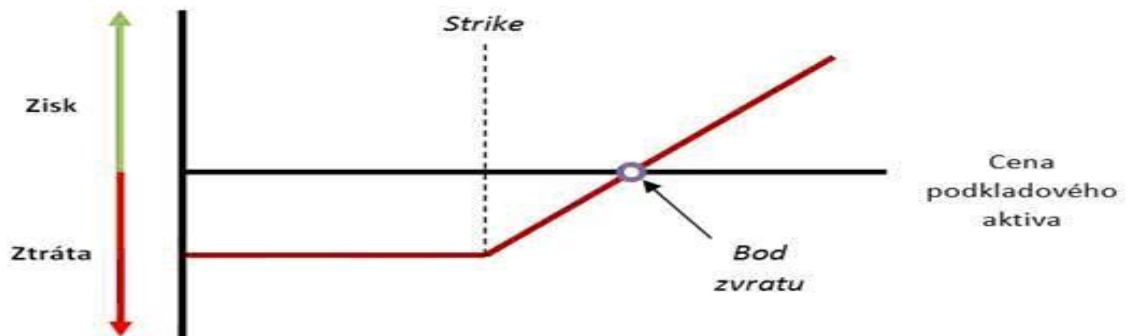
Před tím, než budou rozebrány jednotlivé základní opční strategie, bude přiblížena základní terminologie, která je nezbytná k pochopení problematiky opcí.

- Opce evropské a opce americké – evropské opce mohou být uplatněny pouze v den expirace, zatímco opce americká kdykoli v průběhu svého života, což dává držitelům větší prostor pro spekulace. Cenou za tuto výhodu je vyšší opční prémie, nežli u opcí evropských. (Ambrož, 2002, s. 4; Rejnuš, 2014, s. 513)
- Doba expirace (expiration time) – neboli okamžik vypršení opce. Tento moment je striktně regulován, stejně jako realizační cena. (Ambrož, 2002, s. 14)
- Realizační cena (Strike price) – *„čím nižší je realizační cena opce, tím vyšší bude hodnota kupní opce a nižší hodnota prodejní opce (a naopak. Souvisí to s tím, že právo levně nakoupit podkladové aktivum se vysoce cení, zatímco právo levně prodat podkladové aktivum pochopitelně nikoliv.“* (Rejnuš, 2014, s. 521)
- Podkladové aktivum (Underlying Asset) – předmětným aktivem mohou být dluhopisy, úrokové míry, cizí měny, indexy, komodity i jiné deriváty. (Ambrož, 2002, s. 15)
- Opční prémie – neboli cena opce, kterou zaplatíme při koupení opce. Opční prémie se skládá z vnitřní a časové hodnoty. (Košťál a Turek, 2009, s. 16)
- Vnitřní a časová hodnota opce – vnitřní hodnota se odvíjí od aktuální spotové ceny podkladového aktiva a může být větší, stejná nebo nižší než realizační cena. Časová cena klesá s přibližující se dobou vypršení opce. Analogicky tedy čím delší je časový úsek do doby vypršení opce, tím je její časová hodnota vyšší, neboť kupující věří, že dané podkladové aktivum podraží a prodávající spoléhá na pravý opak. (Ambrož, 2002, s. 14; Rejnuš, 2014, s. 518, 521)

Koupě kupní opce – pozice long call

První ze základních opčních strategií dává vlastníkovvi právo koupit určité množství podkladového aktiva za předem stanovenou cenu a k předem dohodnutému datu v budoucnos-

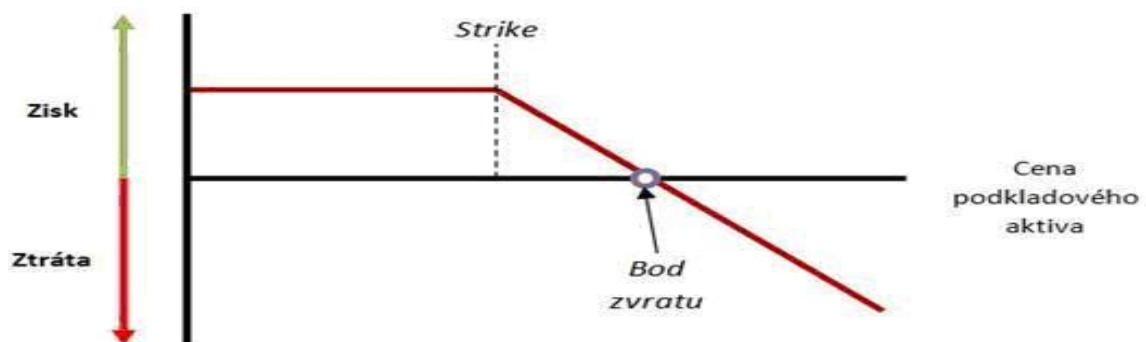
ti. Vlastník tedy nemá povinnost svou opci uplatnit, pokud shledá, že podmínky na trhu nehrají v jeho prospěch (například pokud ke dni splatnosti bude aktuální kurz domácí měny v číselném vyjádření nižší než realizační kurz a cizí měna bude tedy na aktuálním devizovém trhu levnější, než za kolik by ji získal uplatněním své kupní opce). (Černošlávková, 2007, s. 96)



Obr. 4. Grafické znázornění long call pozice. (XTB.cz, 2015)

Prodej kupní opce – pozice short call

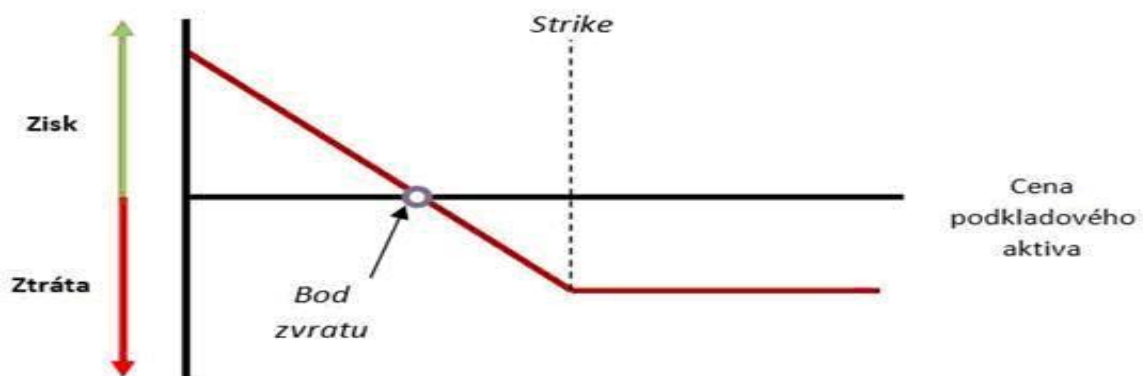
Inverzní vztah k pozici long call je zobrazen na následujícím obrázku (Obr. 5). Subjekt v pozici short call prodal opci a vyinkasoval opční prémii. Tato situace mu ukládá povinnost prodat příslušná předmětná podkladová aktiva za realizační cenu, jestliže jej majitel opce k tomu vyzve. Jestliže je v den vypršení opce aktuální měnový kurz domácí měny vyšší než realizační kurz, kupující své právo uplatní a prodávající musí prodat cizí měnu za cenu nižší, než za kterou ji je schopen nakoupit. V opačném vývoji zmíněných kurzů prodávající dosáhne zisku ve výši opční premie. (Černošlávková, 2007, s. 99; Dvořák, 2006, s. 196)



Obr. 5. Grafické znázornění pozice short call. (XTB.cz, 2015)

Koupě prodejní opce – pozice long put

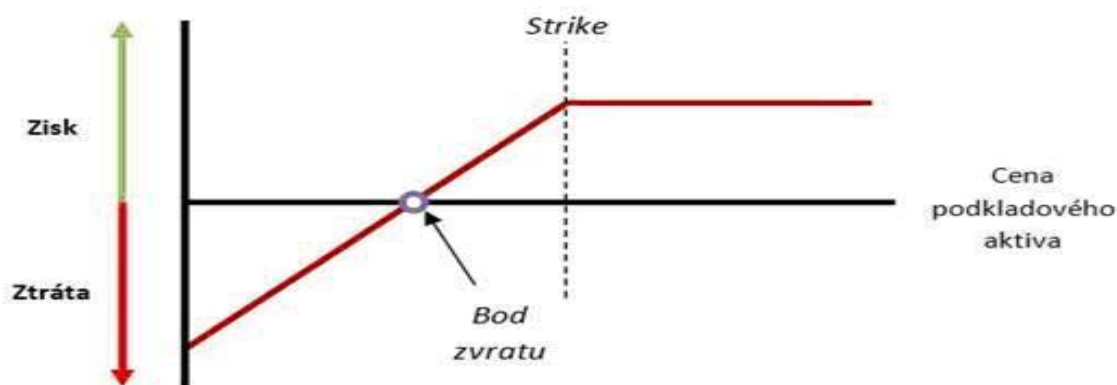
Vlastník opce v pozici long put má v tomto případě opět možnost volby, zda opci uplatní (například v případě, že ke dni splatnosti bude aktuální kurz domácí mě nižší než realizační kurz) či nikoli. Za tuto možnost zaplatí cenu v podobě opční prémie. Maximální ztráta je omezena velikostí zaplacené opční prémie. (Černohlávková, 2007, s. 98, Dvořák, 2006, s. 197)



Obr. 6. Grafické znázornění pozice long put. (XTB.cz, 2015)

Prodej prodejní opce – pozice short put

Čtvrtá ze základních opčních strategií je zrcadlovou pozicí k předchozí long put opci. Vypisovatel prodejní opce vyinkasuje od kupujícího opční prémie a zároveň se zavazuje k nákupu určitého množství podkladového aktiva. Požadovaný stav pro prodávajícího nastává tehdy, je-li v době expirace opce podkladová cena aktiva vyšší než realizační cena jím vypsane opce (analogicky je-li aktuální kurz domácí měny vyšší než realizační kurz). V takové situaci vypisovatel realizuje zisk ve výši opční prémie, v opačném případě je ale jeho ztráta prakticky neomezená. (Dvořák, 2006, s. 198, XTB.cz, 2015)



Obr. 7. Grafické znázornění pozice short put (XTB.cz, 2015)

4.2 Alternativní nástroje řízení devizových rizik

Náplní této kapitoly bude stručně charakterizovat ty z nástrojů řízení měnových rizik, u nichž většinou podnik nevyužívá služeb bankovních domů a jiných finančních institucí, neboť se snaží své stávající podnikatelské aktivity řídit tak, aby nebyl nucen vstupovat do takovýchto smluvních vztahů.

4.2.1 Nástroje redukující devizové riziko

Do této kategorie nástrojů je možno zařadit nejrůznější platby předem, zálohy či platby po částech, či systém konstrukce měnového koše.

Platby předem, zálohy, platby po částech

Aby mohl exportér požadovat po importérovi platbu za zboží ještě před jeho samotným dodáním, musí mít na trhu výsadní postavení. Exportér je v takovém případě v plném rozsahu oproštěn od devizového rizika, jelikož může přesně stanovit cenu kontraktu v okamžiku obdržení peněz. Platba záloh je obvykle požadována při dodávce náročných investičních celků, nevýhodou oproti předchozí možnosti zde ovšem je, že vyjma zmíněné zálohy, podléhá devizovému riziku celý zbývající závazek resp. pohledávka. (Kráľ, 2010, s. 132)

Systém konstrukce měnového koše

Tento nástroj našel své uplatnění v 80. letech 20. století a spočíval v tvorbě výsledné měny prostřednictvím umělého koše měn takovým způsobem, aby se jeho složky vyvíjely proti sobě co do objemu a lhůt splatností. (Kráľ, 2010, s. 132 – 133)

4.2.2 Nástroje k předcházení devizového rizika

Politická či ekonomická opatření vedoucí k vyrovnání rizikové pozice. Za obvyklý nástroj spadající do této kategorie je možno považovat tvorbu dostatečně velkých rezerv ke krytí devizového rizika. Nejčastěji se jedná o dostatečně velké kurzovní přírážky zahrnuté do smlouvy, jež pokryjí eventuální riziko v plné výši. Pokud k riziku nedojde, exportér inkasuje mimořádný zisk ve výši kurzovní přírážky. (Kráľ, 2010, s. 133)

4.2.3 Nástroje zabraňující vzniku devizového rizika

Do skupiny nástrojů zabraňující vzniku devizového rizika patří volba měny kontraktu, použití měnové doložky, či paralelní financování.

Volba měny kontraktu

Král (2010, s. 124) i Machková s kolektivem (2014, s. 190) považují volbu měny kontraktu za jeden z nejvýznamnějších a nejúčinnějších nástrojů, jež zabraňuje vzniku devizového rizika. Cílem dlužníků, kteří budou v budoucnu poskytovat peněžní plnění je vyjádřit závazek v měně, u níž se neočekává apreciacie kurzu a snahou věřitelů bývá vyjádření svého finančního nároku v silné měně. Nejen ekonomické postavení obou subjektů vystupujících v kontraktu bývá pro volbu měny stěžejní. Je nutno brát ohled i na celkovou situaci na trhu či obchodní zvyklosti. Nevýhodou tohoto nástroje je pak skutečnost, že je vhodný pouze pro jednu (dominující) ze smluvních stran.

Použití měnových, resp. kurzových doložek

Největší rozmach měnových doložek spadá do období zlatého standardu. Změna kurzových režimů odsunula používání toho nástroje do pozadí, jelikož v dnešní době je problematické nalézt v dlouhodobém horizontu dostatečně stabilní zajišťovací měnu, na níž by se mohla navázat měna smluvní. (Machková et al, 2014, s. 190)

Paralelní financování

Užití toho nástroje je v praxi značně omezeno, jelikož k jeho realizaci je nezbytné nalézt podnik, který má stejnou potřebu řešení svého devizového rizika. Paralelní úvěrování jako formu zabránění vzniku devizového rizika mohou použít pouze nadnárodně působící společnosti, zejména když potřebují zahraniční devizové úvěry. (Král, 2010, s. 125 – 126)

4.2.4 Nástroje vyrovnávající ztráty ze vzniku devizového rizika

Co se týká počtu nástrojů, je tato skupina nejpočetnější. Vedle devizových termínových obchodů, které byly popsány v kapitolách 4.1.2. až 4.1.5. zde patří také finanční hedging, systém rychle a pomalu, prodej pohledávek, pojištění rizika devizového kurzu či mezinárodní leasing.

Základem všech zmíněných nástrojů je jejich použití ve formě totožně velkého protiobchodu na totožný objem dané měny a totožnou lhůtu splatnosti, kdy si konkrétní subjekt uzavře svou otevřenou pozici a tím zcela eliminuje devizové riziko. (Král, 2010, s. 126)

Finanční hedging

V případě hedgingu neboli zajištění se riziko nerozkládá (jak je tomu u pojištění), nýbrž se celé převede na jiný ekonomický subjekt. Podstata hedgingu spočívá v možnosti fixovat si

ceny termínových derivátových instrumentů a jejich podkladových aktiv k určitému datu v budoucnosti uzavřením stávající otevřené pozice pozicí opačnou. (Kráľ, 2010, s. 127, Rejnuš, 2014, s. 481)

Systém rychle a pomalu „leading and lagging“

Tento systém spočívá ve vědomosti devizového subjektu, konkrétně bude-li kurz předmětné měny jeho závazku, resp. pohledávky růst nebo klesat. Jestliže se subjekt nachází v dlužnické pozici a má nepochybnou informaci o tom, že domácí měna bude devalvovat, svůj závazek bude chtít co nejdříve vyrovnat (leading). Naopak dlužník mající spolehlivou informaci o tom, že domácí měna bude v okamžiku splatnosti i několik dní po ní posilovat vůči měně kontraktu, se bude snažit svůj závazek odsunout na pozdější dobu (lagging) a dosáhnout tak mimořádného zisku. (Kráľ, 2010, s. 129)

Prodej pohledávek

Prodej případně postoupení pohledávek je v současnosti velmi populárním nástrojem, zejména pokud je pohledávku možno postoupit bez postihu původního věřitele. Mezi dvě hlavní přednosti prodeje pohledávek patří řízení devizového rizika a urychlení finančních toků. (Machková et al, 2014, s. 190)

Pojištění rizika devizového kurzu

Další možností, jak efektivně řídit devizová rizika, je si tato rizika pojistit. Ekonomický subjekt tak může učinit jak u vývozního a dovozního kontraktu, tak i u kontraktu úvěrového, nýbrž vždy na základě existence vývozní pohledávky. Tento nástroj tedy není určen ke spekulacím na devizovém trhu. Pojištění rizika devizového kurzu s sebou nese i značné nevýhody, v podobě vysoké ceny tohoto pojištění a také skutečnosti, že jej pojišťovny umožňují sjednat jen pro významné, likvidní světové měny. (Kráľ, 2010, s. 131)

Mezinárodní leasing

Doplňkový nástroj, který spočívá v přenesení devizového rizika na mezinárodně působící leasingovou společnost, využívají především vývozní a dovozní firmy. Tyto leasingové společnosti si však eventuální devizové riziko zahrnou do ceny kontraktu, a to i v případě, že jim žádné nevznikne. (Kráľ, 2010, s. 131)

5 PREDIKCE MĚNOVÝCH KURZŮ

V současné praxi neexistuje stoprocentně účinný model, který by popsal budoucí vývoj měnového kurzu. Nicméně existuje několik teorií (například Fisherův efekt, či teorie parity kupních sil), jež se snaží odůvodnit chování těchto kurzů a také postupy, které mají za cíl devizový kurz predikovat. Právě těmto postupům, nejprve konvenčním a poté netradičním se bude tato kapitola věnovat.

5.1 Tradiční přístupy

Mezi tradiční přístupy, snažící se odhadnout budoucí vývoj devizového kurzu, patří fundamentální, technická a psychologická analýza. Pro co nejpřesnější odhad je vhodná kombinace uvedených metod.

5.1.1 Fundamentální analýza

Klasická fundamentální analýza si ukládá za cíl posoudit perspektivy akciových společností rozborem podstatných [fundus (lat.) = podstatný, hlavní] ekonomických, politických, sociálních a demografických faktorů, jež mají vliv na očekávaný vývoj kurzů jejich akcií. Vyjma predikce ceny akcií lze tuto analýzu použít také ke zjištění rizika investic, ocenění managementu či k vnitropodnikovým rozhodnutím. Výsledky fundamentální analýzy vycházejí z historických i aktuálních dat a jsou orientovány do budoucna. Modifikovaná verze fundamentální analýzy vychází z rozboru hlavních makroekonomických ukazatelů určité ekonomiky a kvalifikovaných odhadů jejich budoucího vývoje a na základě syntézy pak predikuje vývoj dané měny. (Král, 2003, s. 57; Polách et al, 2008, s. 151; Polouček, 2009, s. 116)

K dosažení plnohodnotné fundamentální analýzy je třeba provést dílčí analýzy zkoumající jednotlivé oblasti – globální a odvětvovou.

Globální analýza

Odhaduje vývoj měnového kurzu na základě makroekonomických dat konkrétní ekonomiky. Analyzuje úrokové sazby, HDP, nezaměstnanost, objem vývozu a dovozu, objem platební bilance, výši státního rozpočtu a státního dluhu, fiskální a monetární politiku či inflaci a bere v úvahu jak krátkodobé tak i dlouhodobé vlivy těchto ukazatelů na měnové kurzy a do zjištěných výsledků zároveň zahrnuje i jejich příští vývoj. (Král, 2003, s. 57; Polách, et al, 2008, s. 151 – 153)

Odvětvová analýza

Důležitá součást fundamentální analýzy, jež hodnotí specifika reakce jednotlivých odvětví na celkový vývoj ekonomiky. Výstupem je zařazení odvětví z hlediska jeho citlivosti na konjunkturální vývoj buď do odvětví cyklického, neutrálního nebo anticyklického. (Polouček, 2007, s. 116)

5.1.2 Technická analýza

U zrodu moderní technické analýzy stál Charles H. Dow, který v roce 1985 začal sledovat pohyb kurzů nejvýznamnějších amerických společností v podobě Dow Jonesova indexu, jež se používá dodnes. Primárním cílem technické analýzy je predikovat budoucí vývoj měnového kurzu, rovněž jako v případě fundamentální analýzy, nicméně u této analýzy se vychází výlučně z dat produkovaných trhem a nebere se v potaz politická situace či vliv ekonomického prostředí. (Polách et al, 2008, s. 172; Sojka, 2008, s. 13)

Technická analýza pracuje se souborem grafických a matematicko-statistických metod.

Grafické metody

Tyto metody jsou založeny na předpokladu existence řady grafických formací, jež mají tendenci se pravidelně opakovat. Použití této metody je vhodné především na trzích s kontinuálním obchodováním, kde se ceny i objem obchodů mění během celého dne. V rámci těchto metod jsou také hojně využívány čárkové a svíčkové grafy. (Polách et al, 2008, s. 177, 188, 190)

Matematicko-statistické metody

Durčáková s Mendelem (2010, s. 126) píší o matematicko-statistických metodách v rámci technické analýzy následující: „*Smyslem těchto metod je dát obchodníkovi impuls, kdy devizovou pozici otevřít s cílem dosáhnout spekulativního zisku z budoucího vývoje kursu. Zároveň však vzniká i otázka, kde devizovou pozici uzavřít, a tak v případě úspěšné spekulace realizovat svůj spekulativní zisk z minulého pohybu kursu.*“

Mezi tyto metody patří klouzavé průměry, nastavení filtru či Bollingerova pásma. (Durčáková a Mendel, 2010, s. 127 – 129)

5.1.3 Psychologická analýza

Tato analýza zkoumá chování účastníků trhu, nikoliv tedy samotný kurz, jak tomu bylo v předchozích dvou analýzách a předpokládá, že budoucí vývoj měnových kurzů je závislý

především na počínání si davu na tomto trhu. Psychologická analýza pracuje se čtyřmi teoretickými koncepcemi, jež se zabývají masovou psychologií:

- Spekulativní rovnovážná hypotéza,
- Kostolanyho burzovní psychologie,
- Teorie spekulativních bublin,
- Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

5.2 Netradiční přístupy

Do této kategorie patří teorie random walk, resp. teorie náhodných pohybů a také teorie spekulativních bublin.

5.2.1 Teorie random walk

Závěr původní teorie z roku 1953 říká, že cenové změny zisků i ztrát jsou nezávislé a chovají se zcela nepředvídatelně, tedy způsobem „náhodné procházky.“ Teorie ve své dnešní podobě má stále své zastánce, a to i u představitelů některých významných zahraničních bank, kteří zastávají názor, že predikovat měnové kurzy v relativně úzkých mezích ke stanovenému období není reálné, jelikož jejich pohyb nelze kvalifikovaně předvídat. (Kráľ, 2003, s. 60 – 61)

5.2.2 Teorie spekulativních bublin

Teorie, jež je vysvětlována masovou psychologií, vznikla na akciových trzích. Projevuje se značnými odchylkami ve vývoji cen kurzů akcií a není podložena žádnými fundamentálními fakty. Kurz po určité době neustále roste, poté se nečekaně zastaví a začne prudce klesat. Jev, kdy se kurzy akcií výrazně odchylují od své vnitřní hodnoty, je v literatuře označován jako spekulativní bublina. Mezi známé spekulativní bubliny patří například tulipánová mánie v Holandsku z let 1634 až 1637, či nedávný krach trhu amerických hypoték v roce 2007. (Polách et al, 2008, s. 198 – 199; Kráľ, 2003, s. 61)

Výše zmíněná tulipánová mánie je historicky první spekulativní bublinou vůbec. V únoru 1637 byla cibulka tulipánu na absolutním cenovém vrcholu a prodávala se za více než desetinasobek ročního příjmu zkušeného řemeslníka. Jelikož ceny cibulek rostly daleko rychleji než příjmy, bublina praskla a celý trh se nakonec zhroutil. Holandská ekonomika se díky tomu dostala do hluboké recese. I když od tzv. Tulipánové horečky uplynulo bezmála 400 let, novodobější bubliny fungují na zcela stejném principu. (Wang a Wen, 2012)

6 SHRNUÍ TEORETICKÉ ČÁSTI PRÁCE

Teoretická část práce sestává z pěti kapitol a je východiskem pro zpracování části praktické. **První kapitola** charakterizuje a strukturuje devizový trh a obsahuje informace o všech účastnících na tomto trhu. **Druhá kapitola** se podrobně věnuje měnovému kurzu, jeho kotacím, a jednotlivým typům kurzových režimů. Ve **třetí kapitole** jsou uvedena rizika, se kterými přicházejí ekonomické subjekty do styku při mezinárodní směně zboží a služeb, dále je zde rozebráno devizové riziko a všechny jeho složky. Nástroje pro řízení devizového rizika, a to jak ty základní tak i alternativní popisuje **čtvrtá kapitola**. Pozornost je zde zaměřena zejména na instrumenty derivátového trhu, jako jsou forwardy, swapy a opce. Poslední, **pátá kapitola** je zaměřena na teorie pro predikci měnových kurzů. Nejdříve jsou zde popsány tradiční přístupy k předpovědi devizového kurzu, tedy fundamentální, technická a psychologická analýza a poté přístupy netradiční – teorie random walk a teorie bublinového efektu.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI XY, A. S.

Základní charakteristiky analyzované společnosti byly získány prostřednictvím výročních zpráv za několik posledních let, z webových stránek a na základě rozhovorů se zaměstnanci.

7.1 Historie a profil společnosti

Samotná společnost vznikla v roce 1995 zápisem do obchodního rejstříku, nicméně tradice hutní výroby a produktů, které tato společnost především prodává, spadá až do roku 1839. Za krátkou dobu své existence si vybuodovala postavení významného prodejce výrobků, jako jsou kolejnice, válcový drát a tyče, bezešvé trubky, či tažená ocel, a to jak na trhu domácím, tak na trzích zemí Evropské unie.

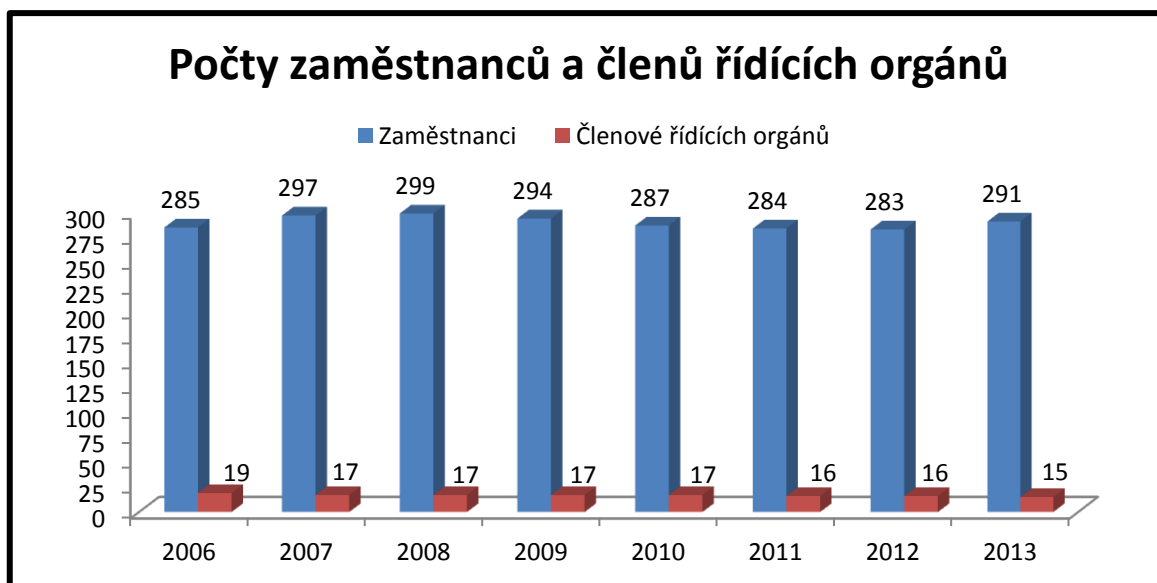
Společnost XY, a. s. se, jak již bylo řečeno, zabývá zejména prodejem výše uvedených výrobků, které nakupuje od své největší dceřiné společnosti, jakožto producenta podílejícího se na tuzemské produkci surové oceli bezmála 50 %. Nedílnou součástí činnosti společnosti je dále také zajišťování vnitrostátní a mezinárodní přepravy a nákup surovin nezbytných pro hutní výrobu. Mimo zmíněnou dceřinou společnost existuje celá řada dalších dceřiných firem se sídlem jak v České republice, tak v Polsku nebo Maďarsku.

Celý holding je důležitou součástí města, resp. celého regionu, ve kterém sídlí, neboť podporuje nespočet sportovních, kulturních a vzdělávacích aktivit. Tyto činnosti jsou úzce propojeny se společenskou odpovědností firem (dále jen CSR), k níž se se Společnost XY, a. s. aktivně hlásí. Každoročně zhotovuje zprávu o CSR. V sociální oblasti patří ke stěžejním cílům především bezpečnost a ochrana zdraví zaměstnanců a zvyšování jejich kvalifikace, znalostí a schopností na všech úrovních řízení. V environmentální oblasti se společnost snaží postupně odstranit staré ekologické zátěže, které jsou doprovodným jevem hutní výroby. Efektivní využívání surovin, materiálů a spotřebované energie je samozřejmostí. K odpovědným aktivitám v ekonomické oblasti ve společnosti patří vydávání zprávy o CSR, či existence etického kodexu.

Výše zmíněná fakta jsou předlohou pro celou misi společnosti, tedy dlouhodobý rozvoj regionu, ochrana životního prostředí, zvyšování kvality života zaměstnanců, partnerů a obyvatel regionu.

7.1.1 Personální politika mateřské společnosti

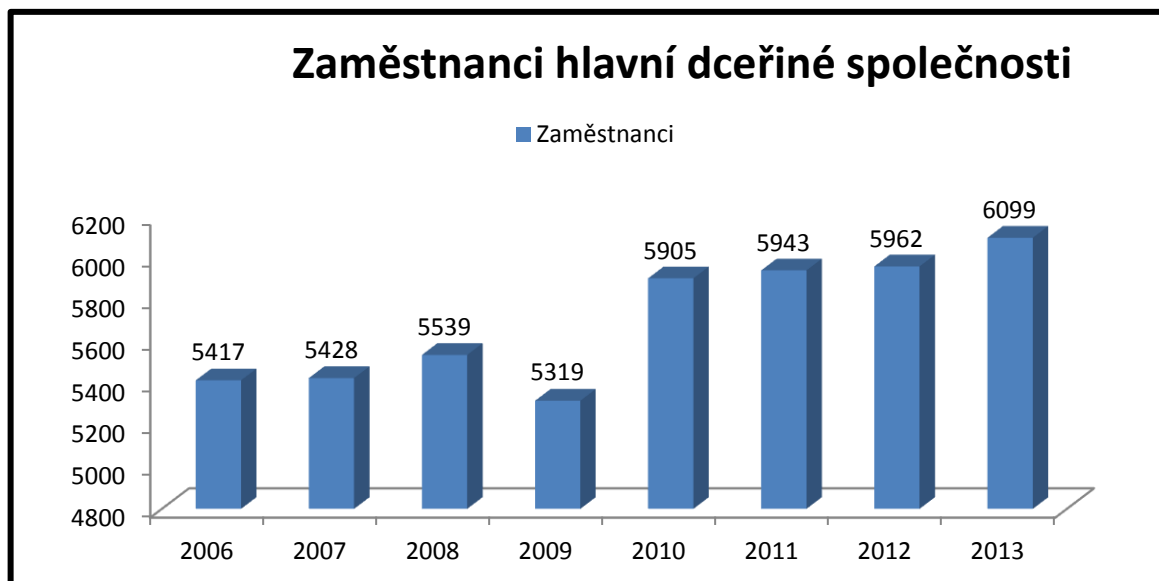
Počet zaměstnanců se za sledované období let 2006 až 2013 nijak výrazně nemění, což je možno vyzorovat z následujícího grafu (Obr. 8.). Tato hodnota vychází z průměrného přepočteného stavu pracovníků. Počet členů řídicích orgánů v čase klesá a čítá finančního ředitele a zároveň předsedu představenstva, obchodního ředitele a zároveň místopředsedu představenstva a ředitele dalších divizí, dále předsedu, místopředsedy a členy dozorčí rady.



Obr. 8. Vývoj počtu zaměstnanců a členů řídicích orgánů v letech 2006 – 2013. (Vlastní zpracování)

7.1.2 Personální politika hlavní dceřiné společnosti

Vývoj počtu zaměstnanců v hlavní a největší dceřiné společnosti za období poledních dostupných sedmi let zobrazuje následující graf (Obr. 9.) a po celou dobu vykazuje rostoucí trend, vyjma roku 2009. Právě ve zmíněném roce byl umožněn zaměstnancům předdůchodového věku předčasný odchod do důchodu, čímž se snížil počet kmenových zaměstnanců. V návaznosti na hospodářskou krizi a snižování výroby téhož roku byly redukovány i stavy agenturních pracovníků, které měly do té doby rostoucí tendenci. I přes tento nepříznivý fakt v oblasti řízení lidských zdrojů nebyl pozastaven proces generační obměny a nadále probíhala spolupráce se školami jak s výučními obory, tak se středními a vysokými. Výrazný nárůst zaměstnanců v roce 2010 byl způsoben fúzí s jednou z dceřiných společností. V celém sledovaném období společnost usiluje o zvýšení efektivity práce a racionalizaci v oblasti živé práce, a proto využívá sdílených služeb u vybraných personálních a účetních činností.



Obr. 9. Vývoj počtu zaměstnanců hlavní dceřiné společnosti v letech 2006 – 2013. (Vlastní zpracování)

7.2 Finanční analýza

K posouzení finanční stability podniku byla použita finanční analýza. Výchozí data pro její zpracování vycházejí z finančních výkazů.

7.2.1 Analýza vývojových trendů

V rámci této podkapitoly byla vypracována vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztrát za roky 2011 až 2013. Pro lepší přehlednost se výpočty zjednodušených výkazů nacházejí v přílohách (P I až P VI).

Rozvaha

Z tabulky v příloze P I: Vertikální a horizontální analýza aktiv je možno vidět, že dlouhodobý majetek je tvořen primárně dlouhodobým finančním majetkem, který po celé sledované období roste. Rostoucí trend je způsoben především dalším dokupováním akcií dceřiných společností a v roce 2013 i nabytím 100 % podílu v jedné ze zahraničních dceřiných společností. Dlouhodobý hmotný majetek je zastoupen zejména osobními automobily.

Z poměru majetkové struktury vyplývá, že analyzovaná společnost je ryze obchodním podnikem, neboť nedisponuje větším množstvím hmotného majetku a hlavní položkou v oběžných aktivech jsou krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů. V průměru 30 % krátkodobých pohledávek představují pohledávky za podniky ve skupině a 70 % jsou pak

pohledávky za ostatními odběrateli. Zásoby jsou tvořeny zejména hutními výrobky, v porovnání s ostatními položkami oběžných aktiv však netvoří významnou částku. Účty v bankách a peníze na cestě jsou nejvýznamnějšími položkami v krátkodobém finančním majetku.

Horizontální analýza majetkové struktury poukazuje zejména na výraznou změnu v položce krátkodobého finančního majetku. Růst ve výši 262,10 % v roce 2013 oproti roku 2012 je důsledkem převedení jedné z firmy ve vlastnictví analyzované společnosti z dlouhodobého finančního majetku do krátkodobého finančního majetku, a to z důvodu jejího prodeje.

Při rozboru pasiv podniku je zjevné, že podnik používá téměř 60 % vlastního kapitálu ke krytí svého majetku. Základní kapitál tvoří 1 514 akcií na jméno o nominální hodnotě 500 tis. Kč, 100 akcií na jméno o nominální hodnotě každé akcie 10 000 tis. Kč a 2 kusy akcií na jméno o jmenovité hodnotě 700 000 tis. Kč. Vedle výsledku hospodaření minulých let je základní kapitál stěžejní položkou vlastního kapitálu a v průběhu sledovaného období je konstantní. Výsledek hospodaření je po celou dobu kladný, což nelze hodnotit jinak než pozitivně a každoročně je převáděn do výsledku hospodaření minulých let. V průměru asi 40 % cizího kapitálu je tvořeno zejména krátkodobými závazky. Ty se z menší části skládají ze závazků vůči dceřiným společnostem a ve zbylé, větší části se jedná o závazky vůči ostatním dodavatelům (analogická situace jako v případě krátkodobých pohledávek). Bankovní úvěry a výpomoci ve společnosti jsou výhradně krátkodobého charakteru a tvoří od 3,82 % do 6,11 % cizích zdrojů. Ostatní položky v cizích zdrojích jsou zanedbatelné, vyjma položky dlouhodobých závazků v roce 2013 ve výši 1 650 000 tis. Kč, z titulu nesplacené části kupní ceny za nákup cenných papírů dceřiné společnosti.

V rámci horizontální analýzy zdrojů krytí je možno pozorovat větší změny u položky výsledku hospodaření běžného účetního období, který nejdříve klesl o 26,94 % v roce 2012 oproti roku 2011, nicméně následoval výrazný nárůst v roce 2013 oproti roku 2012 ve výši 94,42 %. Analogický trend, tedy nejdříve pokles a následný růst vykazuje i položka krátkodobých závazků.

Výkaz zisku a ztrát

Struktura nákladových a výnosových položek ve výsledovce potvrzuje předchozí výrok o obchodním charakteru podniku. Tržby za prodej zboží z tabulky v příloze P III: Vertikální a horizontální analýza výnosů představují jednak tržby za prodeje surovin pro dceřinou

společnost a zejména pak tržby za produkty primárně nakoupené od této dceřiné společnosti. Tyto tržby tvoří od 97,56 % (v roce 2011) do 93,16 % (v roce 2013) celkových výnosů. Naproti tomu náklady na prodané zboží z přílohy P IV: Vertikální a horizontální analýza nákladů jsou ve výši od 95,87 % (v roce 2011) do 90,65 % v roce (v roce 2013).

V rámci horizontální analýzy nákladů a výnosů zaznamenala největší změnu výnosová položka tržby z prodeje CP a podílů, resp. nákladová položka prodané CP a podíly. V roce 2012 oproti roku 2011 to byl nárůst ve výši 172 441,10 % (výnosová položka) a 67 596,56 % (nákladová položka). Příčinou růstu tržeb v roce 2012 o 6,66 % oproti roku 2011 bylo zvýšení cen prodáváných výrobků.

Položka ostatní finanční výnosy tvoří kurzové zisky a položka ostatní finanční náklady zejména kurzové ztráty¹. Ostatní finanční výnosy a náklady se na celkových výnosech/nákladech podílejí přibližně 1 %. Jejich přesnou výši za sledované období let 2011 až 2013 je možno vyčíst z následující tabulky (Tab. 1.).

Tab. 1. Kurzové zisky a ztráty za období let 2011 – 2013. (Vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013
Kurzové zisky	795 969	704 609	842 519
Kurzové ztráty	811 622	827 844	443 646
Rozdíl	-15 653	-123 235	398 873

Společnost vykázala v prvních dvou letech sledovaného období kurzové ztráty, v roce 2012 v hodnotě 123 235 tis. Kč. V roce 2013 naopak hospodařila s výrazným kurzovým ziskem.

¹ Ostatní finanční náklady jsou mimo kurzových ztrát tvořeny náklady jako jsou například poplatky za akreditivy, úvěrové smlouvy či bankovní služby.

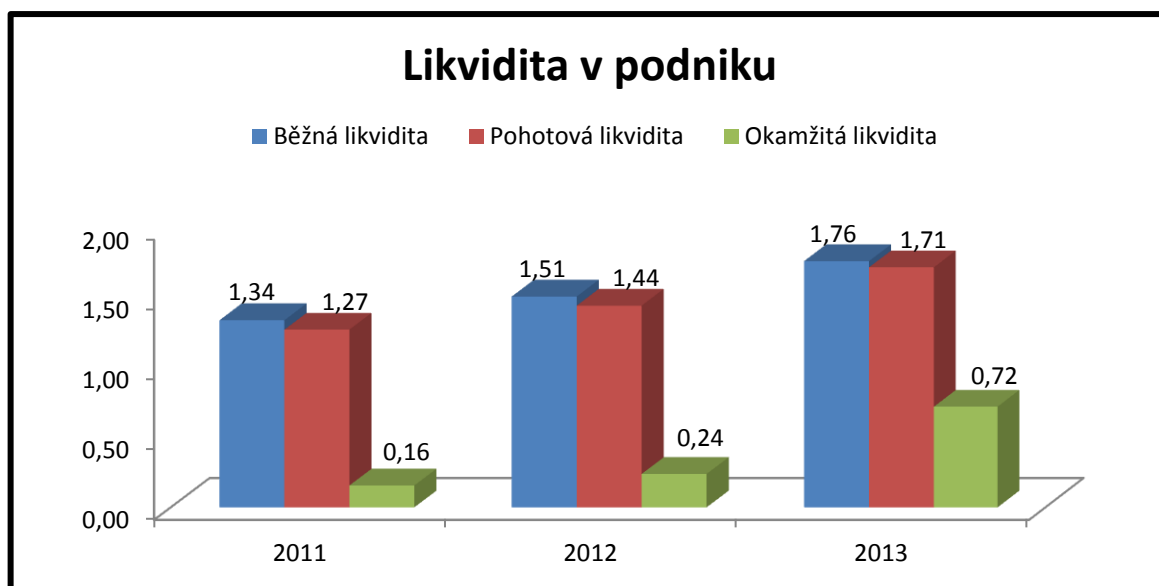
7.2.2 Analýza zadluženosti

Tab. 2. Ukazatele zadluženosti v podniku. (Vlastní zpracování)

	2011	2012	2013
Celková zadluženost	46,09%	38,08%	43,03%
Míra zadluženosti	0,78	0,68	0,76
Úrokové krytí	79,60	72,75	72,64
Krytí dlh. majetku vlastním kapitálem	1,55	1,32	1,52
Krytí dlh. majetku dlh. zdroji	1,55	1,32	1,72

Hodnoty celkové zadluženosti jakožto základního ukazatele zadluženosti se po celé sledované období pohybují mezi doporučenými hodnotami 30 – 60 %. Ukazatel míry zadluženosti by měl nabývat hodnot menších než 1, což je ve všech letech splněno. Míra zadluženosti je stěžejním ukazatelem pro bankovní instituce v případě žádosti o nový úvěr. Vedle poměru vlastního a cizího kapitálu ve finanční struktuře, by měla společnost (i přes uspokojivé výsledky tohoto ukazatele) věnovat pozornost skladbě zdrojů z hlediska jejich splatnosti, jelikož jsou cizí zdroje tvořeny především krátkodobými závazky, které je nutno brzy splatit a představují tak vyšší riziko než zdroje dlouhodobé, i když ty jsou podstatně dražší. Ukazatel úrokového krytí je po celou dobu je mnohem vyšší než 1, což znamená, že podnik vytvořil zisk, který pokryje splátky úroků věřitelům a daně státu a přitom zbyde i na čistý zisk pro vlastníky. Hodnoty posledních dvou ukazatelů odkazují na skutečnost, že i část oběžných aktiv je krytá vlastním kapitálem a podnik dává přednost konzervativní strategii financování.

7.2.3 Analýza likvidity



Obr. 10. Ukazatele likvidity v podniku. (Vlastní zpracování)

Doporučená hodnota běžné likvidity, která odkazuje na schopnost pokrytí krátkodobých cizích zdrojů oběžnými aktivy, by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5, což není splněno jen v roce 2011. Ukazatel pohotovosti by měl nabývat hodnot od 1 do 1,5, což nebylo dodrženo v roce 2013, ten je nýbrž zkreslen, jelikož zde firma převedla firmu určenou k prodeji z dlouhodobého finančního majetku. Obdobné je to i v případě okamžité likvidity v roce 2013, kdy by společnost bez zahrnutí zmíněné firmy, dosahovala doporučených hodnot od 0,2 do 0,5, což odkazuje na efektivní využívání finančních prostředků.

7.2.4 Analýza rentability

Tab. 3. Ukazatele rentability v podniku. (Vlastní zpracování)

	2011	2012	2013
ROA	9,76%	7,66%	10,61%
ROE	12,97%	10,47%	15,55%
ROS	2,24%	1,53%	3,24%

Rentabilita aktiv (ROA) je po celé sledované období kladná, což nelze hodnotit jinak než pozitivně. Pro výpočet ROA byl v čitateli použit EBIT, tedy výsledek hospodaření před zdaněním a úroky, čímž lze měřit výkonnost podniku bez vlivu daňového zatížení a zadlužení. Hodnoty ukazatele ROE se pohybují v každém ze sledovaných let několikanásobně výše než dlouhodobý průměr úročení desetiletých státních dluhopisů České republiky, což

činí podnikání v tomto oboru atraktivní. Zisková marže (ROS), u které byl pro výpočet v čitateli použit čistý zisk a vztažen ke stěžejní položce výnosů – tržbám za zboží a tržbám za vlastní výrobky a služby, je rovněž po celou dobu kladná.

7.2.5 Analýza aktivity

Tab. 4. Ukazatele aktivity v podniku. (Vlastní zpracování)

	2011	2012	2013
Obrat aktiv	3,44	3,81	2,73
Doba obratu zásob (dny)	2,88	2,01	1,98
Doba obratu pohledávek (dny)	53,74	43,16	46,65
Doba obratu závazků (dny)	41,84	29,89	41,90
Obratovost pohledávek	6,70	8,34	7,72
Obratovost závazků	8,60	12,04	8,59

U dob obratů zásob a pohledávek je žádoucí, aby byly co možná nejkratší, naopak u závazků jde o opačný efekt, tedy splácet dluhy co nejdříve. V případě analyzované společnosti jsou však doby obratu pohledávek delší nežli u závazků, a to především z důvodu ne příliš dobré platební schopnosti odběratelů z Velké Británie, Maďarska, Itálie a Polska. Delší průměrná doba splatnosti pohledávek může působit společnosti problémy s cash flow. Běžná lhůta splatnosti závazků je ve firmě 45 dní. Z tabulky výše (Tab. 4.) je zřejmé, že podnik je schopen splácet své dluhy v ještě kratším termínu a ve sledovaném období má velmi dobrou platební morálku.

7.3 SWOT analýza

Pro lepší orientaci v silných a slabých stránkách, tedy vnitřního potenciálu podniku a příležitostech a hrozbách, jakožto vnějšího potenciálu, byla na základě dostupných informací o společnosti vytvořena SWOT analýza (Tab. 5.).

Tab. 5. SWOT analýza podniku. (Vlastní zpracování)

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
<ul style="list-style-type: none"> ● Široký sortiment ● Působnost na Evropských i mimo Evropských trzích ● Vazba na region ● Kontinuální vzdělávání zaměstnanců ● Kvalitní firemní informační systém ● Stabilní dceřiné společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> ● Zátěž životního prostředí produkcí dceřiných společností ● Nezastupitelnost pracovníků
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
<ul style="list-style-type: none"> ● Vytváření strategických vazeb a aliancí s dodavateli ● Nové segmenty na trhu ● Zajištění dlouhodobé věrnosti zákazníků ● Možnost nákupu substitučních surovin u alternativních dodavatelů 	<ul style="list-style-type: none"> ● Nepříznivý vývoj měnových kurzů ● Růst cen nakupovaných vstupů pro dceřinou společnost ● Platební neschopnost odběratelů ● Změny v legislativě

Již na první pohled je zřejmé, že silné stránky vybraného podniku převažují nad těmi slabými.

V **silných stránkách** má stěžejní význam produkce s vysokou přidanou hodnotou, které podnik dosahuje napříč celým sortimentem svých výrobků a dále pak vazba na region, jelikož se společnost podílí na řadě projektů, jež přispívají ke zkvalitnění života tamějšího obyvatelstva.

Slabou stránkou je zejména zatěžování životního prostředí, které je doprovodným efektem produkce dceřiných společností. Nicméně v této oblasti již byly vynaloženy finanční prostředky v řádech miliard korun na nejrůznější ekologické projekty, které významně přispějí ke snížení imisní zátěže, a díky nim by měl objem tuhých znečišťujících látek klesnout o třetinu.

Mezi hlavní **příležitosti** patří nové segmenty na trhu, a to i na trzích, na nichž firma v současnosti působí, tak na trzích zcela nových.

Do **hrozeb** je nezbytné zařadit především nepříznivý vývoj měnových kurzů, neboť pro analyzovanou společnost má velký význam mezinárodní obchod, což blíže specifikuje kapitola 9. Další hrozbou je pak také platební neschopnost odběratelů, jež může vést k problémům s peněžními toky a potřebě provozních úvěrů k profinancování běžných výdajů.

7.4 Zhodnocení finančního zdraví Společnosti XY, a. s.

Při sumarizaci finanční analýzy a potažmo i SWOT analýzy je na místě konstatovat, že vybraná obchodní společnost dosahuje v průběhu posledních tří let velmi dobrých výsledků.

Celková zadluženost se pohybuje mezi 38 % a 46 %. Ukazatel krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem poukazuje na konzervativní strategii při financování.

Hodnoty likvidity vykazují rovněž dobré úrovně a potvrzují, že společnost efektivně nakládá se svými prostředky.

Rentabilita vlastního kapitálu byla nejlepší v roce 2013, kdy dosáhla 15,55 % a vzhledem k tomu, že je to několikanásobně více než například úročení desetiletých státních dluhopisů, podnikání je v daném oboru výnosné.

V rámci analýzy aktivity je nutné věnovat zvýšenou pozornost dobám obrátů pohledávek, které v roce 2012 převyšují dobu obrátu závazků až o 14 dní.

8 ANALÝZA A VLIV JEDNOTLIVÝCH MAKROEKONOMICKÝCH UKAZATELŮ NA POHYB MĚNOVÝCH KURZŮ

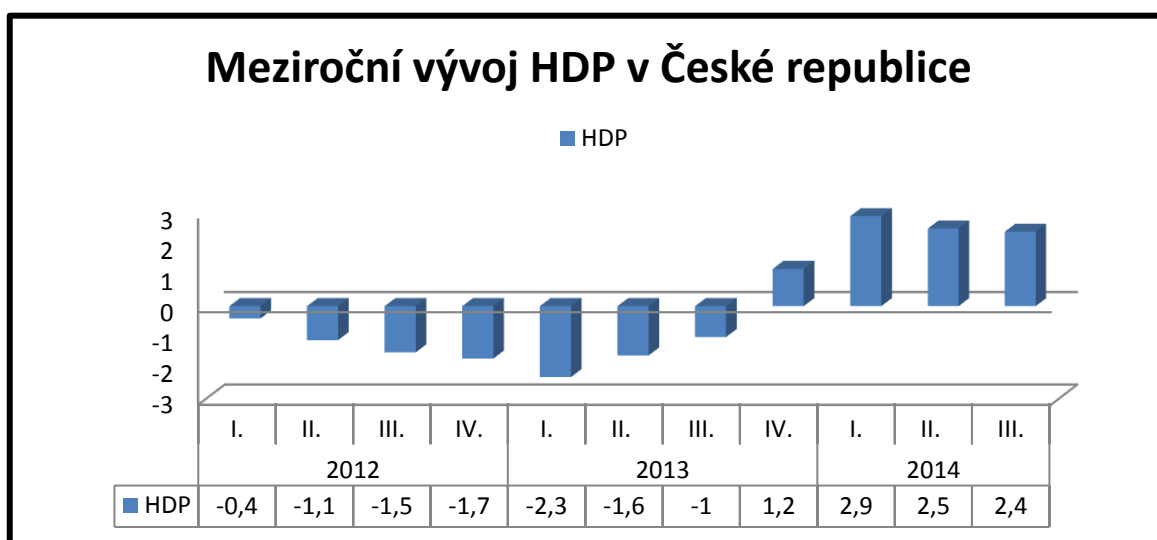
Měnový kurz je ovlivňován především celou řadou makroekonomických ukazatelů. Jejich podrobná analýza by měla pomoci k budoucí predikci daného kurzu. Mezi tyto ukazatele, více či méně působících na směr devizového kurzu, patří hrubý domácí produkt (dále jen HDP), inflace, nezaměstnanost, platební bilance a úrokové sazby.

Náplní následující kapitoly bude rozbor výše zmíněných fundamentálních veličin za rok 2014, nicméně je třeba brát v úvahu, že měnové kurzy mohou ovlivnit i další věci, jako například nálada investorů, politické události, prohlášení centrálních bankéřů nebo i počasí. (Hlaváč, 2009)

Závěr kapitoly bude věnován dosavadnímu směru vývoje měnového páru CZK/EUR a EUR/USD včetně predikce pro následující období.

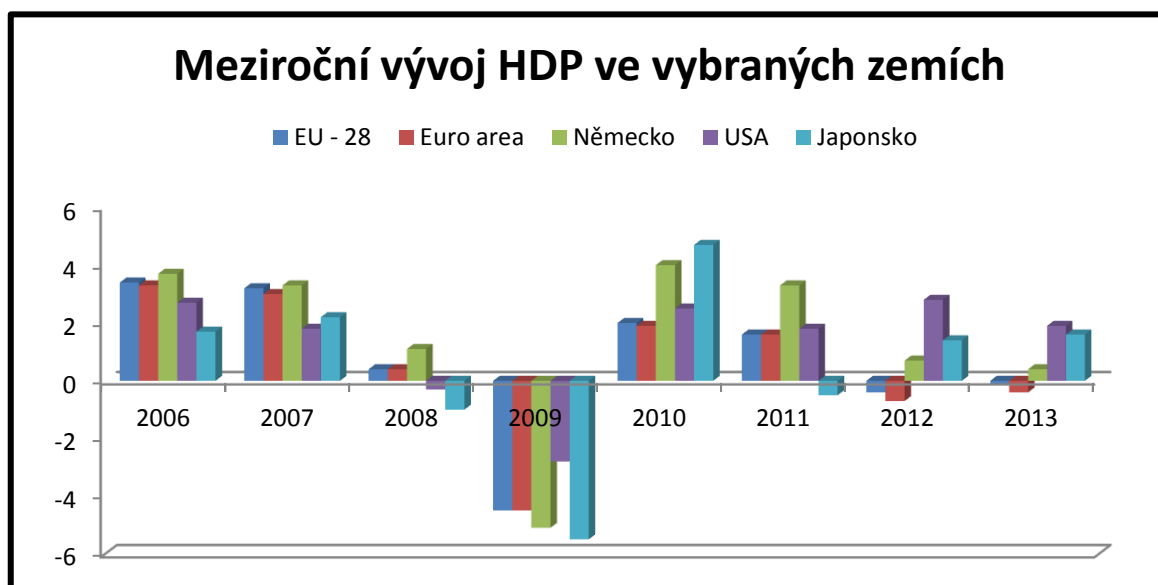
8.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt indikuje výkonnost dané ekonomiky a je peněžním vyjádřením všech statků a služeb, jež byly vyrobeny na určitém území za určitou dobu. Obecně lze říci, že jestliže HDP roste, posiluje i kurz domácí měny a naopak. Tento ukazatel se zpravidla vykazuje po kvartálech a bývá zveřejňován v předběžné verzi, která, ač není nejsprávnější, mívá větší dopady na měnové kurzy, než její upravená, pozdější verze. Druhotné bývají údaje o HDP za celou Eurozónu, jelikož tato data bývají publikována dříve za jednotlivé členské státy. (ČSU, 2013; Hlaváč, 2009)



Obr. 11. Meziroční vývoj HDP v České republice. (ČSÚ, vlastní zpracování)

Z předchozího grafu (Obr. 11.) je možno usuzovat, že ekonomika České republiky se nachází ve fázi oživení. Meziroční růst ve 3. čtvrtletí 2014 byl potvrzen na 2,4 %. Ekonomický růst je tažen výlučně domácí poptávkou. Pozitivním impulzem je zejména propad cen ropy na komoditních trzích, což má pozitivní vliv na reálnou spotřebu domácností i soukromé investice, jelikož zmíněný cenový pokles přinesl významnou úsporu nákladů, jak spotřebitelům, tak i firmám. Predikce Ministerstva financí týkající se HDP jsou pro nejbližší dva roky vesměs pozitivní – 2,7 % v roce 2015 a mírné zpomalení v roce 2016, tedy 2,5 %. Pozitivní prognóza růstu HDP je však vyvážena geopolitickou situací v Evropě a v jejím bezprostředním okolí (předčasné volby v Řecku, recese ruské ekonomiky), ač se Česká republika nezdá být přímo ohrožena, je vzhledem k její míře otevřenosti zásadní, nakolik se tato rizika dotknou našich obchodních partnerů, zejména Německa. (ČSÚ, 2012 - 2015; MFČR, 2012 - 2015)



Obr. 12. Meziroční vývoj HDP ve vybraných zemích. (Erostat, Vlastní zpracování)

Do roku 2008 se růst HDP ve světě zpomaloval a v roce 2009 se vlivem celosvětové finanční a hospodářské krize dostal do červených čísel ve všech vybraných zemích a celcích (u Japonska a USA byly dopady krize patrné již v předchozím roce). V roce 2010 došlo k oživení ekonomik, nejvýrazněji právě v Japonsku, kde HDP dosáhlo 4,7 %, následováno Německem se 4 %. Záporný růst HDP v roce 2011 ve stejné zemi částečně odráží ničivý dopad březnového zemětřesení Tahoku a tsunami. V roce 2009 zaznamenaly všechny členské státy EU s výjimkou Polska propad. Oživení ekonomik od roku 2010 neprobíhalo v Evropě stejnoměrně. V roce 2010 hospodářský růst zaznamenalo 22 členských ekonomik, následující rok pak 25 zemí EU. Rok 2012 však s sebou přinesl zvrát, neboť pouze

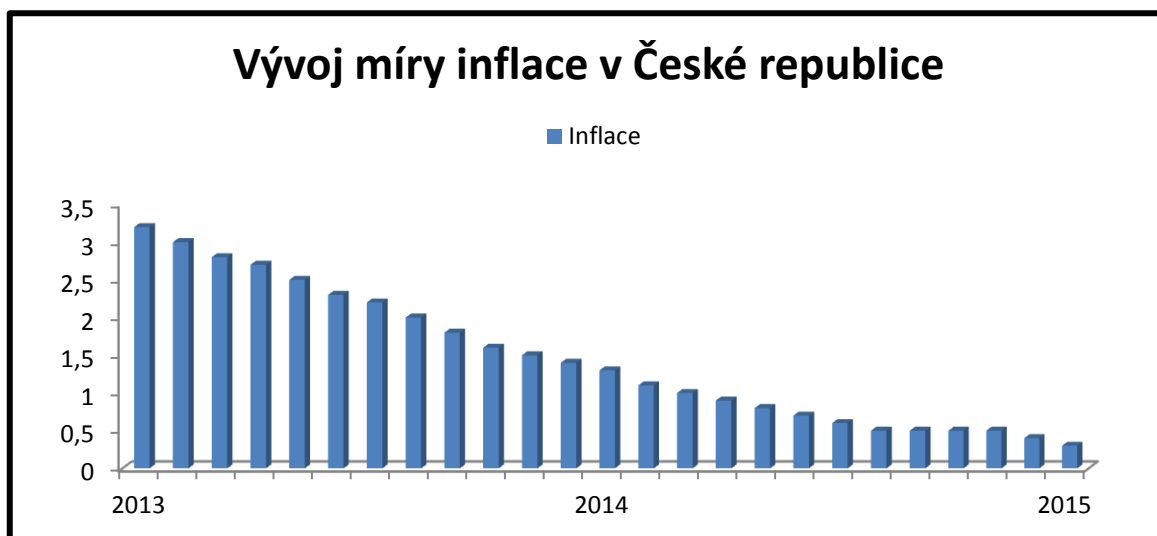
polovina (14) členských států vykázala hospodářský rozmach. V roce 2013 to pak bylo 17 zemí EU, kdy největšího růstu dosáhly ekonomiky Lotyšska, Rumunska a Litvy. Opačný trend byl zaznamenán v Řecku. (Eurostat, 2014)

Americká ekonomika v současnosti patří k nejsilnějším ekonomikám světa a ekonomický růst očekávaný v budoucnu by měl být podpořen zejména domácí poptávkou, která stojí společně s investicemi i za dosavadními dobrými výsledky. (MFČR, 2014 – 2015)

Vývoj jednotlivých evropských ekonomik je i nadále různorodý, zejména ve 12 původních zemích EU (např. ve Francii), jejichž oživení brání strukturální problémy ekonomik a nejistota spojená s výhledem. I přes tuto skutečnost EU jako celek zaznamenala ve 3. čtvrtletí 2014 mezičtvrtletní růst o 0,3 %. (MFČR, 2014 – 2015)

8.2 Inflace

Inflace je důsledkem opakovaného růstu cen většiny zboží a služeb v dané ekonomice. Jedná se o oslabení kupní síly spotřebitele, který tak na nákup stejného množství statků spotřebuje čím dál více peněžních jednotek dané měny. Dlouhodobější pokles cen se označuje jako deflace a jednorázový pokles cen znamená desinflaci. V ČR měří inflaci Český statistický úřad prostřednictvím přírůstků indexu spotřebitelských cen. Česká národní banka od roku 1998 cíluje inflaci, která je na úrovni 2 % od ledna 2010 a mělo by tomu tak být až do přistoupení ČR k Eurozóně. Prognóza měnového kurzu ovlivňuje budoucí inflaci a tím i měnovou politiku, která usiluje o udržení inflace co nejbliže inflačního cíle. (ČNB, 2015a, 2015b)

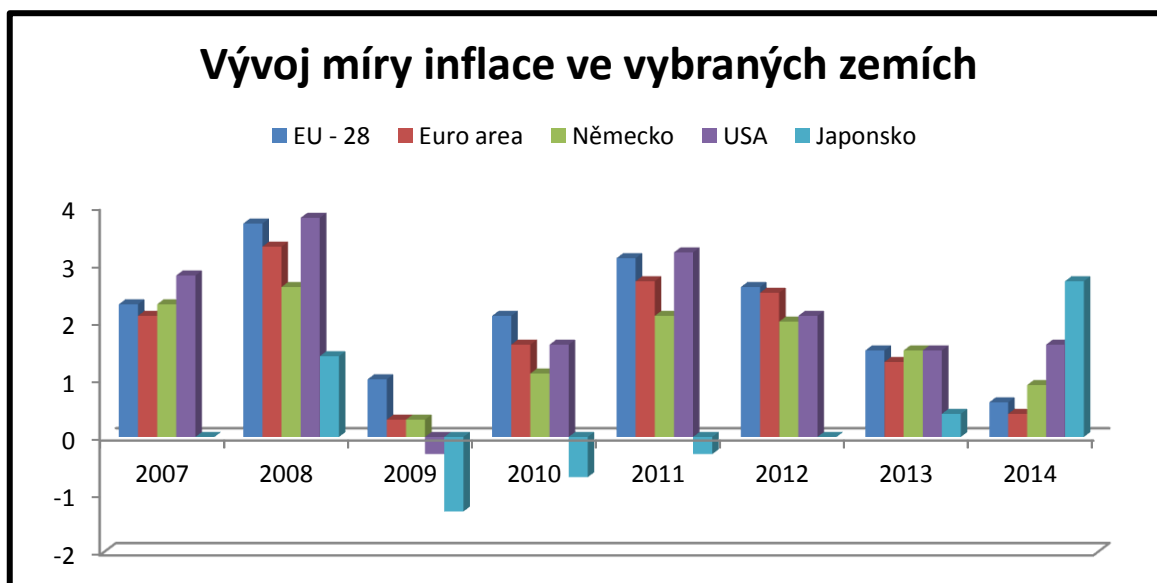


Obr. 13. Vývoj míry inflace v České republice. (ČSÚ, vlastní zpracování)

Míra inflace v přechozím grafu (Obr. 13.) je vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen a znázorňuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců oproti průměru 12 předchozích měsíců. (ČSÚ, 2013 – 2015)

Průměrná míra inflace byla v roce 2014 pouze 0,4 %, což je druhý nejnižší výsledek v historii samostatné ČR (nižší byla jen v roce 2003 – 0,1 %). Za nízkou inflací minulého roku stojí nestandardní vývoj administrativních opatření, který vyústil v pokles regulovaných cen, konkrétně elektřiny. Na druhou stranu jediným protiinflačním významnějším faktorem byla oslabená koruna. (kurzy.cz, 2015; MFČR, 2015)

V nejbližší budoucnosti bude na inflaci působit řada faktorů v podobě různých administrativních opatření. Růst cenové hladiny způsobí s největší pravděpodobností zvýšení spotřební daně z cigaret. Naopak impulzem pro snižování inflace bude zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy, či nenahraditelnou dětskou výživu. V konečném důsledku by protichůdné výše zmíněné faktory měly působit na inflaci neutrálně a průměrná inflace roku 2015 by se měla zastavit na 0,3 %. V roce 2016 Ministerstvo financí očekává návrat inflace do tolerančního pásma okolo 2 %, konkrétně v jeho dolní polovině ve výši 1,4 %. (MFČR, 2015).



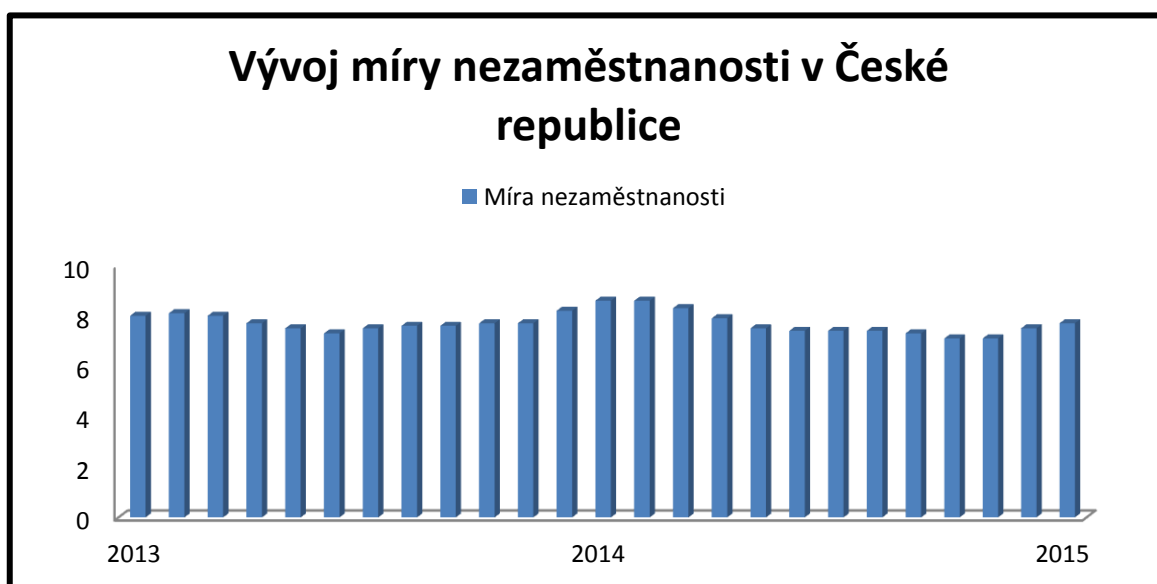
Obr. 14. Vývoj míry inflace ve vybraných zemích. (Eurostat 2014; inflation.eu 2007- 2014, vlastní zpracování)

Z předchozího grafu (Obr. 14.) vyplývá, že se japonské ekonomice v současnosti podařilo po několika letech zastavit deflaci. Stalo se tak po řadě opatření, včetně zvýšení objemu peněz v oběhu. Naproti tomu cenová hladina v rámci EU klesá již od roku 2011 a na po-

čátku roku 2015 je již v záporu, a to díky ceně energií, především ropy, která tlačí index dolů. I přesto, že tlak energií na inflaci se v dnešních dnech (únor 2015) zmenšuje spolu s přerušením klesajícího trendu cen ropy, i tak energie budou ještě několik měsíců stěžejním faktorem, který drží čísla inflace dole. Návrat do černých čísel se v EU očekává až v druhé polovině letošního roku. (MFČR, 2015, Vlk, 2015)

8.3 Nezaměstnanost

Subjekty, jež vystupují na trhu práce lze rozdělit do dvou skupin. V první, ekonomicky aktivní kategorii jsou lidé, jež si práci aktivně hledají, nebo čekají na možnost se do zaměstnání vrátit po dočasném vysazení. Druhou skupinu tvoří ekonomicky neaktivní obyvatelé, kteří práci nemají a ani ji aktivně nehledají. V rámci nezaměstnanosti se rozlišují tři druhy nezaměstnanosti – frikční, strukturální a cyklická nezaměstnanost. Frikční nezaměstnanost patří mezi krátkodobou a dočasnou a vzniká v rámci přechodu pracovníků z jednoho zaměstnání do druhého se stejnou nebo podobnou kvalifikací. Nezaměstnanost strukturální může trvat i několik let je spojena s většími změnami v národním hospodářství, kdy je potřeba rekvalifikace nezbytná. Třetí, cyklická nezaměstnanost je vyvolána poklesem produktu a trvá do doby, než produkt začne opět růst. (Finance.cz, 2015a)

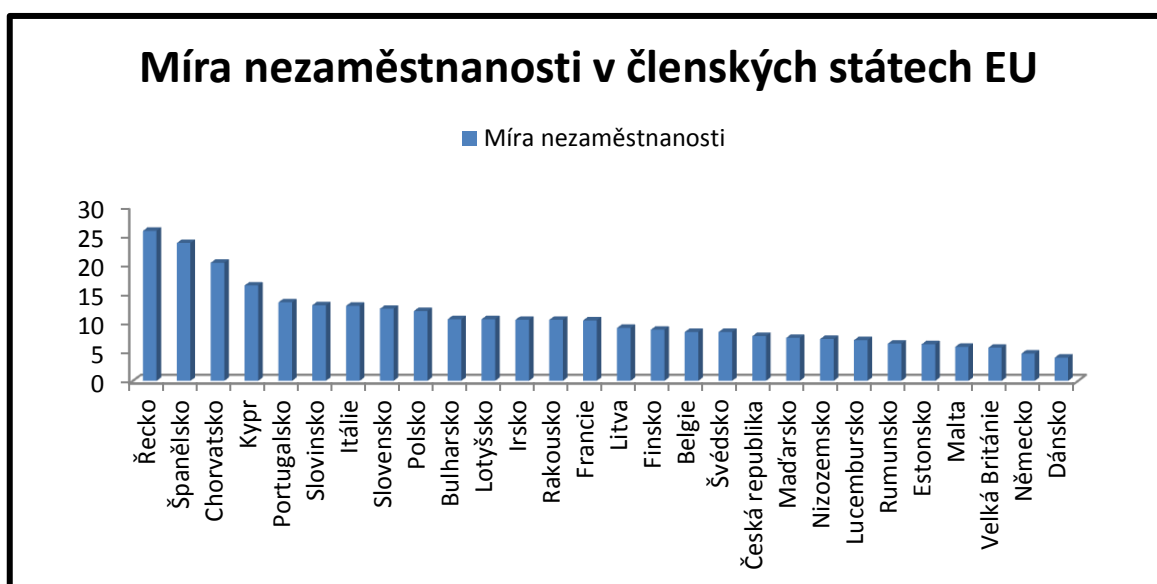


Obr. 15. Vývoj míry nezaměstnanosti v České republice. (Kurzy.cz, vlastní zpracování)

Z grafu výše (Obr. 15.) je možno vyčíst pravidelně se opakující trend zvyšující se míry nezaměstnanosti vždy na přelomu a zejména pak v lednu jednotlivých let (7,7 % v lednu 2015 oproti 7,5 % v prosinci 2014), což s největší pravděpodobností způsobuje frikční

složka nezaměstnanosti, resp. přechod lidí z jednoho zaměstnání do druhého. Situace na trhu práce ve 3. čtvrtletí roku 2014 korespondovala se zlepšující se výkonností české ekonomiky a zaměstnanost vzrostla meziročně o 0,8 %. Hlavní příčinou poklesu míry nezaměstnanosti v minulém roce je skutečnost, že se krátkodobě nezaměstnaným dařilo nalézt práci. Naproti tomu míra dlouhodobé nezaměstnanosti klesá jen nepatrně. (MFČR, 2015)

Žádoucí klesající trend nezaměstnanosti je očekáván i v průběhu letošního roku, kdy proběhne nábor nových zaměstnanců do průmyslových odvětví, stavebnictví i v sektoru služeb. Nezaměstnanost by už na jaře měla klesnout pod 7 %. Toto tvrzení kvituje i fakt, že i nadále vzrůstá počet nových pracovních míst a nezaměstnanost absolventů škol klesla pod 5 %. (Sobišek, 2015)



Obr. 16. Míra nezaměstnanosti v jednotlivých členských státech EU – aktuální data z ledna 2015. (Tradingeconomics.com, vlastní zpracování)

Nezaměstnanost v EU klesla v lednu 2015 po třech letech pod 10 % hranici, konkrétně na 9,9 %, nicméně rozložení nezaměstnanosti v jednotlivých členských státech zůstává i nadále značně nerovnoměrné. Nejhorší výsledky vykázalo Řecko, kde je nezaměstnaný každý čtvrtý obyvatel, hned poté Španělsko s 23,7 %. Nejnižší míru nezaměstnanosti má aktuálně Dánsko se 4 %, následováno Německem se 4,7 %. Výsledky zemí eurozóny jsou již známy za prosinec 2014, kdy míra nezaměstnanosti klesla na 11,4 % z 11,5 % oproti předchozímu měsíci a z 11,8 % oproti prosinci v roce 2013. Míra nezaměstnanosti v USA vzrostla v lednu 2015 na 5,7 % z prosincových 5,6 %. (Eurostat, 2015a; Tradingeconomics, 2015)

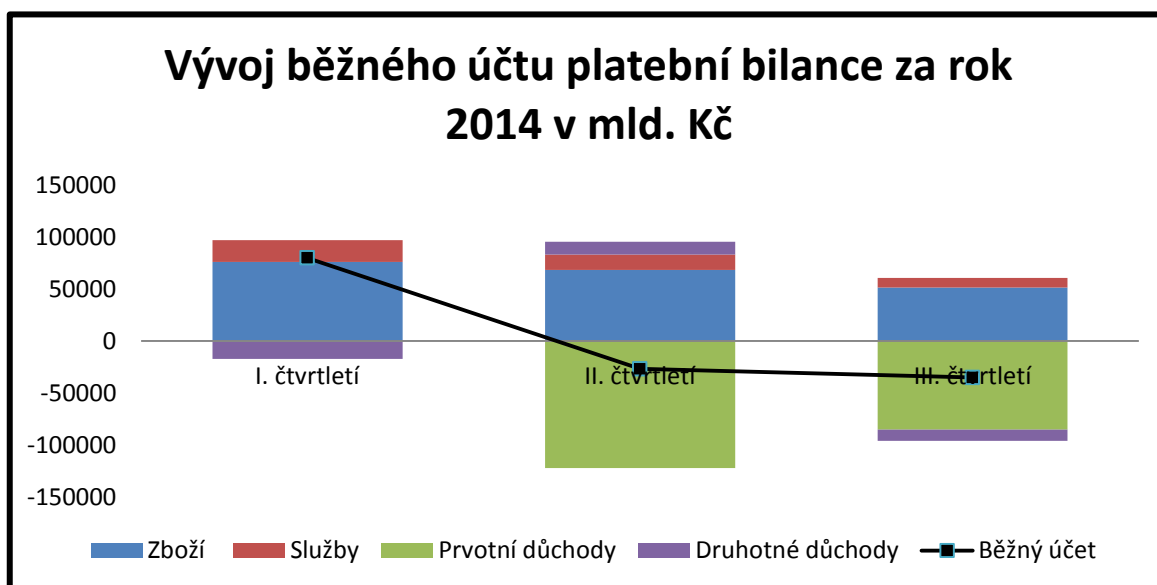
8.4 Platební bilance

Platební bilance patří mezi nejvýznamnější makroekonomické ukazatele a jejím úkolem je zpětně zachytit veškeré platební transakce vybrané země se zahraničím týkající se pohybu zboží, služeb, úvěrových vztahů a darů přijatých či poskytnutých. Platební bilance se vždy sestavuje za určité období, nejčastěji za jeden rok. Platební bilance může být buď aktivní, pasivní nebo vyrovnaná. V případě, že je platební bilance dané země označena jako aktivní, tak inkasa této země ze zahraničí jsou vyšší než její výdaje do zahraničí. Pasivní je bilance tehdy, jestliže platby daného státu do zahraničí převyšují inkasa ze zahraničí plynoucí. Když se inkasa do zahraničí rovnají příjmům ze zahraničí, je platební bilance vyrovnaná. (Král, 2010, s. 82)

ČNB (2015c) rozčleňuje účet platební bilance primárně na část běžného, finančního a kapitálového účtu a kumuluje zde jednotlivé příjmy a výdaje, resp. aktiva a pasiva v případě investic, a to buď na měsíční, nebo čtvrtletní bázi.

8.4.1 Běžný účet

Do běžného účtu platební bilance ČR patří bilance zboží a služeb, prvotní a druhotné důchody.



Obr. 17. Vývoj běžného účtu platební bilance za první tři čtvrtletí v roce 2014. (ČNB, vlastní zpracování)

Běžný účet platební bilance dosáhl ve 3. čtvrtletí roku 2014 schodek 35,1 mld. Kč, meziročně se však deficit zmírnil o téměř 5 mld. Kč, což souviselo výlučně s vývojem **bilance**

zboží, která vykázala ve 3. čtvrtletí přebytek 51,6 mld. Kč, což meziročně znamená zlepšení o celých 21 mld. Kč. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu ve 3. čtvrtletí 2014 hlavně v důsledku vývoje dovozu dále zpomalil, i tak však dosáhl téměř 12 %. Růst zahraniční poptávky v relaci s oslabeným kurzem koruny vyvolal růst dovozu o 13 %. Patrnější zpomalení růstu dovozu než vývozu bylo spojeno se zmírněním dynamiky celkové domácí poptávky a poklesem cen energetických surovin.

Na přebytku výkonové bilance² se **bilance služeb** podílela 9,3 mld. Kč, což meziročně znamená snížení o více než 5 mld. Kč. Nejvyšší zásluhu na přebytku měl cestovní ruch a částečně i bilance dopravy. Ostatní služby naproti tomu vykázaly schodek, šlo především o výzkum a vývoj, poplatky za využívání duševního vlastnictví a pojišťovací služby.

V **bilanci prvotních důchodů** vznikl ve 3. čtvrtletí schodek ve výši 85,5 mld. Kč, což je meziročně o 4 mld. Kč více než předchozí rok. Příčinou tohoto prohloubení je růst objemu dividend vyplacených do zahraničí.

Druhotné důchody skončily schodkem 10,5 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o více než 7 mld. Kč, což souvisí především s výrazně nižším čerpáním příjmů z rozpočtu EU. (ČNB, 2015d)

8.4.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet skončil s mírným přebytkem ve výši 2,4 mld., meziročně poklesl však o 53,9 mld., což je rovněž důsledek absence výrazného čerpání zdrojů z rozpočtu EU a poklesu příjmů z ostatních kapitálových transferů. (ČNB, 2015d)

8.4.3 Finanční účet

Finanční účet se skládá z přímých, portfoliových a ostatních investic, dále pak z finančních derivátů včetně zaměstnaneckých opcí na akcie a rezervních aktiv.

Čisté výpůjčky ve 3. čtvrtletí 2014 ze zahraničí zaznamenal finanční účet ve výši 13,2 mld. Kč, což bylo způsobeno zejména přílivem čistých **přímých investic**. Vesměs se jednalo o reinvestice zisku, dále pak šlo příliv do základního kapitálu v podobě růstu závazků v akciích a ostatních účastech a v neposlední řadě také o přírůstek v dluhových nástrojích.

² Výkonová bilance představuje součet obchodí bilance a bilance služeb.

Portfoliové investice skončily čistými půjčkami do zahraničí, konkrétně 6,7 mld. Kč, obdobně jako ve stejném čtvrtletí předchozího roku. Nejvýznamnější operace představovaly nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty, které přesáhly 12 mld.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k čistým výpůjčkám (čistému přílivu) 0,8 mld. Kč, což meziročně neznačilo téměř žádnou změnu.

Podobně jako ve 3. čtvrtletí roku 2013 na tom byly **ostatní investice** i ve 3. čtvrtletí roku následujícího. Ostatní investice zaznamenaly čisté půjčky do zahraničí ve výši 21,5 mld. Kč. Jednalo se zejména o čistý odliv v položce půjčky. Protichůdně působil pouze čistý příliv u oběživa a vkladů v důsledku poklesu převážně krátkodobých vkladů rezidentů u zahraničních bank.

Záporné saldo transakcí klientů ČNB se ve třetím čtvrtletí po ročním růstu promítlo do poklesu **rezervních aktiv** o 14,4 mld. Kč. (ČNB, 2015d)

V roce 2015 se očekává mírný přebytek na **běžném účtu** platební bilance, opět zásluhou přebytku bilance zboží spojené především s prudkým poklesem cen energetických surovin. **Kapitálový účet** by měl také skončit v přebytku, jelikož se předpokládá dočerpání finančních prostředků z evropských fondů. (ČNB, 2015d; MFČR, 2015)

Ve 3. čtvrtletí 2014 skončil **běžný účet** eurozóny v přebytku ve výši 72,2 mld. EUR, což je přesně o 20 mld. EUR více, než ve stejném čtvrtletí roku 2013. Za výrazným zvýšením stála **bilance zboží a prvotních důchodů**, avšak běžný účet by dosáhl ještě lepšího výsledku, nebýt **bilance služeb**. Tržby za služby poklesly u všech hlavních složek, vyjma telekomunikačních, informačních a výpočetních služeb. (ECB, 2014)

8.5 Úrokové sazby

Důležitými veličinami, jež ovlivňují měnové kurzy, jsou vedle předcházejících makroekonomických fundamentů také jednotlivé úrokové sazby vyhlášené Českou národní bankou, resp. všemi příslušnými centrálními bankami jednotlivých zemí.

Dvoutýdenní repo sazba patří mezi hlavní měnový nástroj ČNB. Při tzv. repo operacích přijímá od komerčních bank jejich přebytečnou likviditu a proti této likviditě vydá jako

kolaterál³ dohodnuté cenné papíry. Po uplynutí lhůty zúčastněné strany provedou reverzní operaci, komerční banka tedy odevzdá kolaterál a ČNB vrátí původní jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok. Vzhledem k tomu, že doba trvání tohoto vztahu je stanovena na čtrnáct dní, považuje se repo sazba za klíčovou z hlediska měnové politiky. (ČNB, 2015e)

Diskontní sazba umožňuje komerčním bankám bez zajištění uložit u ČNB svou přebytečnou likviditu přes noc. Minimální objem pro uskutečnění operace tohoto typu je stanoven na 10 mil. Kč, částky nad tuto hodnotu jsou přijímány bez dalšího omezení. Diskontní sazba zpravidla určuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. (ČNB, 2015e)

Třetím, měnově-politickým nástrojem je **lombardní sazba**. Tato sazba poskytuje komerčním bankám možnost vypůjčit si od ČNB přes noc přebytečnou likviditu za lombardní sazbu, která reprezentuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Minimální objem je 10 mil. Kč, částky nad touto hranicí jsou poskytovány bez dalších restrikcí. Operace tohoto typu však plní pouze doplňkovou funkci, neboť komerční banky mají většinou trvalý přebytek likvidity. (ČNB, 2015e)

Tab. 6. Vývoj měnově-politických nástrojů ČNB. (ČNB, 2015e, vlastní zpracování)

v %	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
6. 2. 2009	1,75	0,75	2,75
11. 5. 2009	1,50	0,50	2,50
7. 8. 2009	1,25	0,25	2,25
17. 12. 2009	1,00	0,25	2,00
7. 5. 2010	0,75	0,25	1,75
29. 6. 2012	0,5	0,25	1,5
1. 10. 2012	0,25	0,1	0,75
2. 11. 2012	0,05	0,05	0,25

Úrokové sazby v rámci ČR ve sledovaném období klesaly, až se 2. 11. 2012 dostaly na historicky nejnižší minimum.

³ Kolaterál poskytuje dlužník věřiteli jako předmět finančního zajištění v případě nesplnění svého závazku. Může mít podobu finančních prostředků či jiných finančních aktiv.

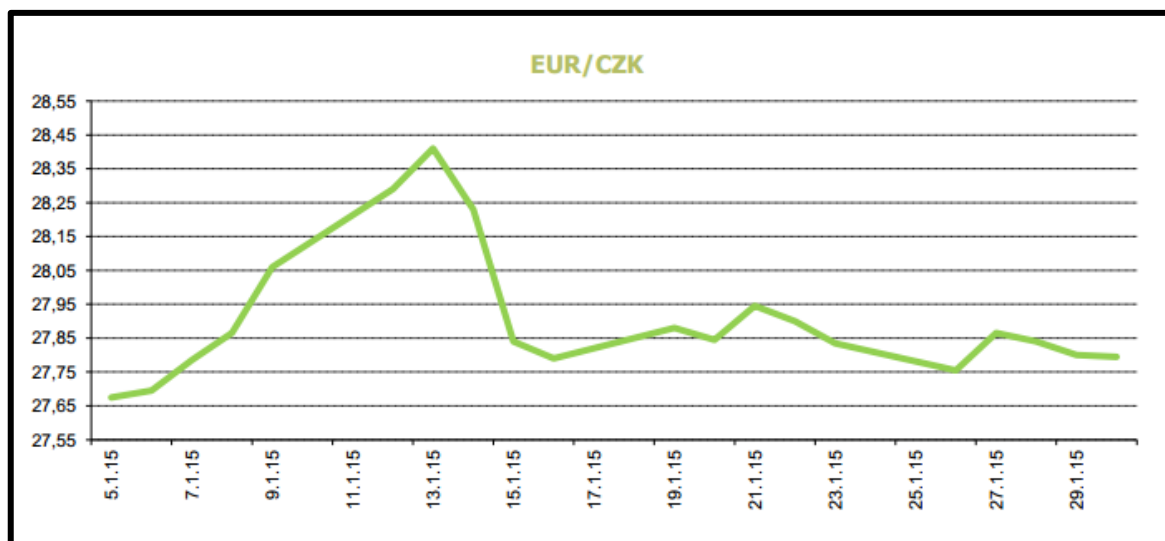
Krátkodobé úrokové sazby zůstanou i nadále v rámci EU velmi nízké. Rada guvernérů Evropské centrální banky na konci ledna letošního roku rozhodla, že sazba hlavních refinančních operací zůstane nezměněna na 0,05 %. V USA se tato sazba drží na úrovni 0,25% a v Japonsku pak 0,1 %. Tyto sazby se v případě obou zemí změnily naposled na konci roku 2008. Centrální banka ve Velké Británii má od března 2009 vyhlášenou dvoutýdenní repo sazbu na úrovni 0,5 %. (Eurostat, s. 6, 2015b)

Další, neméně důležitou sazbou, je **PRIBOR**. Jedná se o pražskou mezibankovní nabídkovou sazbu, za kterou si komerční banky vzájemně poskytují úvěry na českém mezibankovním trhu. ČNB každodenně po 13 hodině vyhláší aktuální sazbu PRIBOR. Aktuální tříměsíční PRIBOR je na úrovni 0,33 %. V roce 2014 byl průměrný tříměsíční PRIBOR 0,36 %. Dle prognózy ČNB by tříměsíční PRIBOR v roce 2015 a 2016 neměl přinést výraznější změny. Odhaduje se na úrovni 0,3 %. (ČNB, 2015f; 2015g; Finance.cz, 2015b)

Sazba, za kterou si mezi sebou půjčují jednotlivé centrální banky jednotlivých členských zemí, se nazývá **EURIBOR**, neboli evropská mezibankovní úroková sazba. Sazby EURIBOR jsou považovány za nejdůležitější referenční sazby na evropském peněžním trhu, neboť se od jejich výše odvíjí úrokové sazby všech finančních produktů, přes úrokové swapy a futures na úrokovou míru až po hypotéky. Analogicky jako v případě PRIBOR zde existují různé lhůty splatnosti, v rozmezí od jednoho týdne až do jednoho roku. Tříměsíční EURIBOR klesl v lednu 2015 na 0,06 % z prosincových 0,08 %. (Euribor-rates.eu, 2015; Eurostat, s. 6, 2015b)

8.6 Vývoj měnového páru EUR /CZK

Bankovní rada ČNB se 7. listopadu 2013 rozhodla používat měnový kurz jako další nástroj monetární politiky. K jediné intervenci na devizovém trhu v objemu přibližně 7,5 mld. Kč došlo právě v listopadu 2013. Od této doby postačuje na udržení kurzu nad hladinou 27 korun za euro pouze existence kurzového závazku a deklarované odhodlání ČNB tento závazek dodržet až do roku 2016. Díky relativní průhlednosti kurzu koruny vůči euru klesl zájem tuzemských podniků o zajištění proti kurzovým rizikům. (MFČR, 2015)



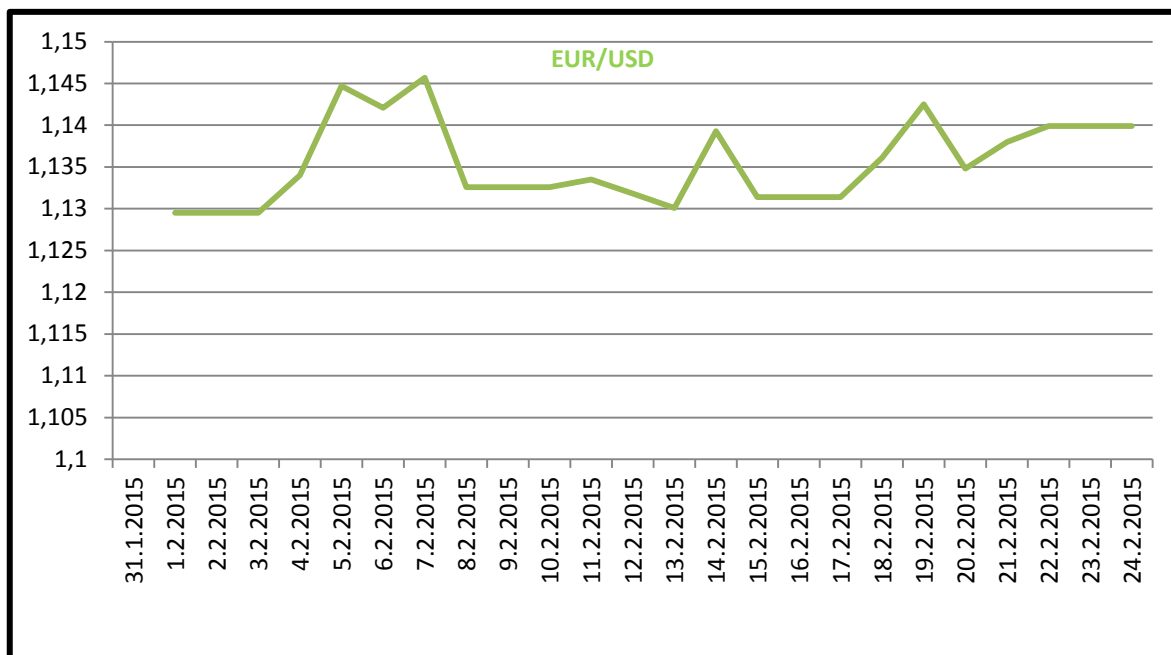
Obr. 18. Vývoj měnového páru EUR/CZK za leden 2015. (Citfin, 2015)

Česká koruna oscilovala v měsíci lednu v pásmu 27,67 – 28,50 EUR/CZK. V první polovině měsíce se dokonce na okamžik obchodovala nad hladinou 28,50 EUR/CZK, což se nestalo od března 2009. Hlavní příčinou oslabení koruny byl nedostatečný meziroční růst spotřebitelských cen v eurozóně, která se dostala oficiálně do deflace. Znepokojení související s další možnou intervencí způsobilo propad koruny až o 60 haléřů, nicméně prohlášení guvernéra ČNB o dva dny později situaci uklidnilo, jelikož vyloučil v současné době eventualitu zvyšování kurzového závazku na páru EUR/CZK ze současných 27,00 EUR/CZK. V druhé polovině měsíce česká měna mírně posilovala a dostala se na úroveň z prosince 2014. (Citfin, 2015)

Stěžejní roli hraje v budoucím vývoji měnového páru EUR/CZK intervenční režim ČNB, od kterého by nemělo být upuštěno před rokem 2016. Do té doby by se měl kurz koruny za euro pohybovat okolo 27,60. Poté by měla koruna proti euru znovu začít mírně posilovat, téměř o 0,4 % mezičtvrtletně, jelikož ČNB nebude chtít připustit výrazné zhodnocení koruny poté, co ustoupí od kurzového závazku. (MFČR, 2015)

8.7 Vývoj měnového páru EUR/USD

Stejně jako většina firem působících v ČR i analyzovaná Společnost XY, a. s. upustila od zajišťování koruny vůči euru z důvodu relativní průhlednosti budoucího směru kurzu, která je způsobena intervencí ČNB. Nicméně zajištění měnového páru EUR/USD vzhledem k důležitosti zahraničního obchodu (viz následující kapitola – Analýza devizové pozice) je významnou oblastí zájmu vedení společnosti.



Obr. 19. Vývoj měnového páru EUR/USD v roce 2015. (Citfin, vlastní zpracování)

Euro již od začátku roku ztrácí na páru s dolarem, což je způsobeno hned několika faktory. Prvním z nich byl výsledek míry inflace v eurozóně ještě za měsíc prosinec, která je oficiálně v deflaci, zatímco americká inflace meziročně rostla více, než se čekalo a to o 0,8 %. Definitivní rozhodnutí ECB o kvantitativním uvolňování v období březen až září 2015 ve výši 1,1 bilionu EUR oslabování eura na páru s dolarem jen urychlila. ECB si tímto klade za cíl zvýšit míru inflace v zemích eurozóny. Naproti tomu americká centrální banka FED čeká na vhodný okamžik pro zvýšení základní úrokové sazby, nicméně zatím se k tomuto kroku neuchýlila, jelikož ne všechna makroekonomická data v USA byla v poslední době pozitivní. Počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti v USA se nečekaně zvýšil o 31 tisíc na 313 tisíc po poklesu o 22 tisíc na 282 tisíc před týdnem (konec února) a zaznamenal největší týdenní vzestup od prosince 2013. (Citfin, 2015; XTB, 2015)

Na základě výše uvedených informací očekávám v nejbližší době posílení amerického dolaru vůči euru. Zhodnocení americké měny napovídají dobré makroekonomické výsledky tamní ekonomiky, vyjma situace na trhu práce. Naproti tomu nejistá situace okolo Řecka a startující projekt kvantitativního uvolňování v Eurozóně nenaznačují pro hlavní evropskou měnu dobré výsledky.

9 ANALÝZA DEVIZOVÉ POZICE

Vybraná společnost vyváží své výrobky do více než 60 zemí světa všech kontinentů. S těmito produkty je možno se setkat téměř na každém kroku. Například jejich ložisky či pružinami jsou osázeny jak české, tak zahraniční automobily, kola rychlovlaků jsou rovněž vyrobená z jejich oceli. Z ocelových drátů vzniká oplocení, nebo se vyrábí pružiny do matrací, či nákupní vozíky.

Jak již bylo avizováno v předchozích kapitolách, tak společnost sama téměř nic nevyrábí, ale nakupuje výrobky své dceřiné společnosti za účelem dalšího prodeje. Výše zmíněná fakta evokují výskyt devizového rizika, a proto náplní této kapitoly bude blíže analyzovat exportní a importní činnost podniku a v návaznosti na to stanovit devizovou pozici, včetně objemu zajištění na nadcházející období.

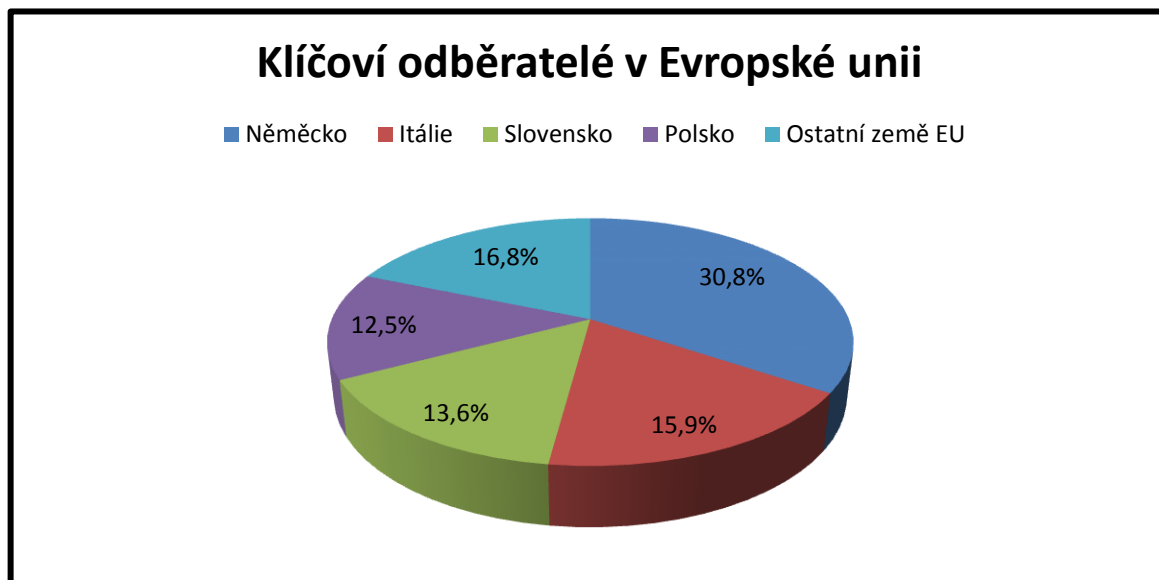
9.1 Vývozní činnost

Společnost v roce 2013 prodala 2354,560 kilotun svých hutních výrobků, což je o 70,219 kilotun více, než v předchozím roce. Prodej hutních výrobků v tomto roce byl v porovnání s rokem 2012 vyšší, a to jak v případě exportu do zahraničí, tak na trhu domácím, což bylo důsledkem vyšší poptávky a vyšší výrobou oceli. Konkrétně šlo o nárůst prodeje tyčové oceli o 8,2 % a válcovaného drátu o 3 % ve sledovaném roce.



Obr. 20. Podíl exportu v zahraničí a v tuzemsku v kilotunách za rok 2013.
(Vlastní zpracování)

V roce 2013 podíl exportu na celkovém prodaném objemu překročil 67 %. V rámci EU včetně Slovenska našla koncového zákazníka drtivá většina produktů – 89,6 %. Americké trhy pak na vývozu participovaly 9,1 %.



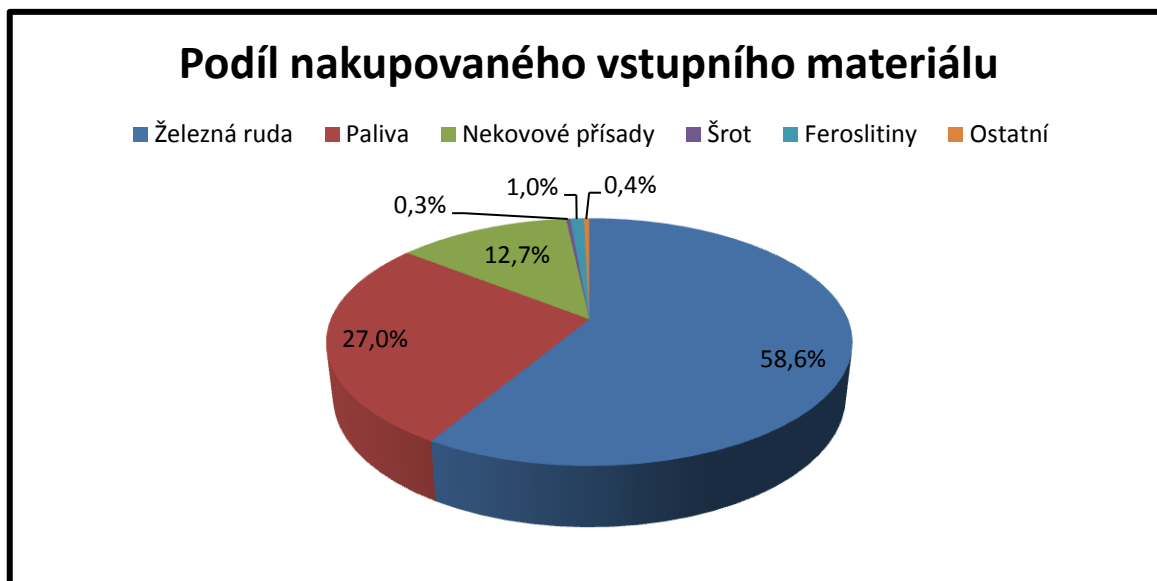
Obr. 21. Klíčové odběratelé v Evropské unii v roce 2013. (Vlastní zpracování)

Z předchozího grafu (Obr. 21.) je patrné, že nejvýznamnějším odběratelem je v rámci EU Německo, jež mělo podíl na exportu 30,8 %. K důležitým zákazníkům patří také Itálie, Slovensko a Polsko. Dalšími zeměmi, do kterých společnost vyváží své produkty, jsou v menší míře Velká Británie či Maďarsko.

9.2 Dovožní činnost

Jak již bylo avizováno v předchozích kapitolách, analyzovaná společnost je hlavním dodavatelem výrobního materiálu pro svou dceřinou společnost. Ceny jsou fakturovány v souladu s nabídkovým ceníkem společnosti a v návaznosti na finanční plán.

Následující graf (Obr. 22.) podává obraz o procentní skladbě vstupního materiálu v roce 2013.

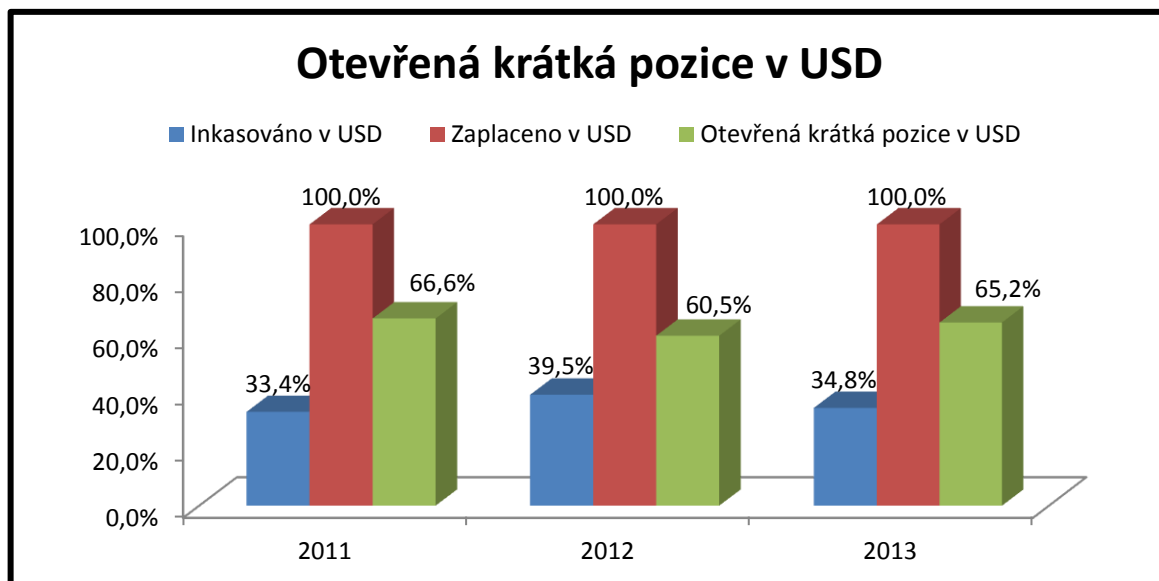


Obr. 22. Podíl nakupovaného vstupního materiálu za rok 2013. (Vlastní zpracování)

Stěžejní položky z hlediska objemu tvoří železná ruda společně s palivy, jako je koks či uhlí. Mezi strategický materiál patří také přísady do surového železa, jako feroslitiny a kovy, přestože v procentním vyjádření na celkovém nakupovaném objemu netvoří velkou položku. Zmíněné suroviny jsou většinou obchodovány na komoditních trzích a vzhledem k tomu, že jsou to suroviny z neobnovitelných zdrojů, mají pro společnost taktéž strategický význam. Naprostá většina těchto strategických surovin se dováží ze zahraničí. V současnosti jsou ceny železné rudy nakupovány v amerických dolarech a eurech, ostatní vstupy v eurech.

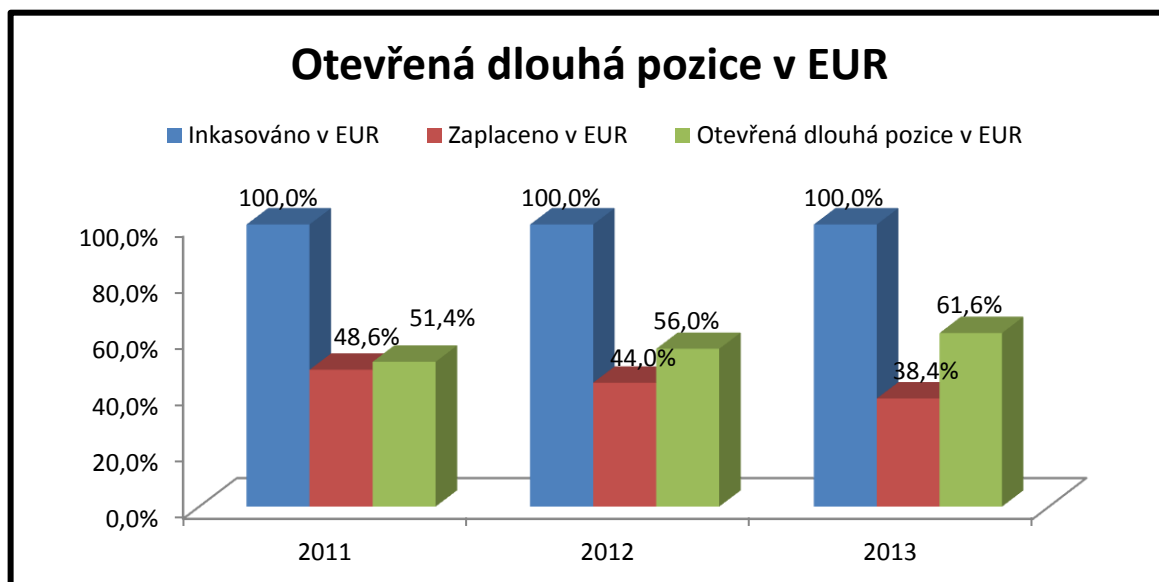
9.3 Devizová pozice

Na základě přechozích informací, je možno konstatovat, že převážná část zahraničních ochodů probíhá v eurech a amerických dolarech. Neočekávaný vývoj devizového kurzu by mohl mít na firmu negativní dopad, jelikož důležité vstupní suroviny, jako železná ruda, uhlí a koks jsou smluvně sjednány na určité období dopředu a případné změny na devizových trzích včetně dopadů na hospodaření podniku nese samotná společnost.



Obr. 23. Otevřená krátká pozice v USD v procentním vyjádření za období 2011 – 2013. (Vlastní zpracování)

Předchozí graf (Obr. 23.) shrnuje průběh inkas ze zahraničí a plateb do zahraničí za předcházející tři roky. Společnost se po celé sledované období nachází v krátké otevřené pozici, jelikož výdaje v USD více než dvojnásobně převyšují příjmy v USD.



Obr. 24. Otevřená dlouhá pozice v EUR v procentním vyjádření za období 2011 – 2013. (Vlastní zpracování)

Zcela opačnou situaci znázorňuje graf 24. (Obr. 24), kde příjmy v EUR dvojnásobně převyšují výdaje v EUR. Společnost se po celé sledované období nachází v dlouhé otevřené pozici.

Vzhledem k tomu, o jak citlivá data se jedná v případě inkas a plateb v obou zahraničních měnách, bylo po konzultaci ve Společnosti XY, a. s., shledáno příhodnější, aby byly tyto informace vyjádřeny v procentech.

9.3.1 Identifikace objemu zajištění

Na základě prognózy nejbližšího vývoje měnového páru EUR/USD a značným objemům se kterými společnost obchoduje, doporučuji otevřenou devizovou pozici zajistit a předejít tím působení devizového rizika.

V minulých letech měla analyzovaná společnost dlouhou otevřenou pozici v řádu několik set mil. EUR za rok. Pro rok 2015 je očekáván takřka analogický scénář. Vzhledem ke značné averzi k riziku a konzervativnímu přístupu společnosti navrhuji zajistit 5% z celkového objemu, což činí měsíčně 2 mil. EUR.

9.4 Současné zajištění devizových rizik

Řízení měnového rizika patří mezi významné oblasti zájmu vedení společnosti už od roku 2004, nicméně tento systém efektivně funguje od konce roku 2007, kdy byly dořešeny problémové oblasti spojené především se zavedením zajišťovacího účetnictví. Aktuálně má analyzovaná společnost nastaveny vnitropodnikové procesy v souladu s platnou legislativou, aby byla schopna maximum uzavřených derivátových obchodů deklarovat jako zajišťovací deriváty, což je v souladu konzervativní strategií společnosti.

K zajištění měnového rizika společnost v současnosti využívá zejména beznákladové (zero cost) opční strategie, při kterých se oprošťuje od povinnosti platit opční prémii. Zpravidla jsou to strategie s pákovým efektem, kdy nominální hodnota nakoupené opce je větší, než nominální hodnota opce prodané. Páka je pak dána podílem nominálních hodnot prodané a nakoupené opce. Díky tomuto efektu může společnost dosahovat lepších úrovní zajištění, nicméně v případě opačného vývoje kurzu může společnost realizovat vyšší ztrátu, než by tomu bylo u opce bez pákového efektu.

Společnost XY, a. s. doposud uplatňovala velmi konzervativní strategii při zajišťování měnového páru EUR/USD, a to vzhledem k vysoké volatilitě v poslední době. V zásadě sjednává finanční deriváty vhodnější pro kratší časové období, běžně s vypořádáním maximálně do jednoho roku. Tyto obchody pak nejsou otevřeny přes konec roku, jinými slovy jde o to, že se derivátová transakce uzavře i vypořádá v témž kalendářním roce.

Zajišťovací operace na měnovém páru EUR/USD označuje Společnost XY, a. s. za účinnou, protože navzdory vysoké volatilitě v posledních letech generuje zisk z operací s tímto měnovým párem, což vede ke zvyšování cash flow. Jedná se o sumy řádově v desítkách milionů korun.

S finančními deriváty je úzce spojeno také jejich zdanění, které prošlo řadou novelizací a úprav. Lobbistické tlaky ze strany finančních institucí vedly 1. ledna 2006 k přijetí nové právní úpravy. Na základě ustanovení § 23 odst. 17 (později odst. 9) zákona č. 586/1992 sb., o daních z příjmů, týkajícího se derivátů, byla zavedena plná daňová uznatelnost ztrát z derivátů. V podstatě jde o to, že veškeré zisky a ztráty z derivátů (tj. zisky a ztráty ze změn reálných hodnot derivátů) jsou daňově uznatelné. Jak již bylo zmíněno výše, tak Společnost XY, a. s. vede zajišťovací účetnictví a naprostou většinu derivátů uzavírá s cílem eliminovat dopady negativního kurzového vývoje, což jí umožňuje vyhnout se přímému účtování reálné hodnoty (při závěrkových operacích na konci roku) do nákladů nebo výnosů.

S ohledem na to, o jaké zajišťovací instrumenty se společnost doposud zajímala, či je přímo využívala, bude vypracován následující projekt a následně vybrán nejvhodnější nástroj k zajištění, jež bude vyhovovat současným potřebám společnosti.

10 PROJEKT ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK VE SPOLEČNOSTI XY, A. S.

Stěžejním cílem projektové části diplomové práce je nalézt optimální produkt pro zajištění devizových rizik, či kombinaci takovýchto produktů s ohledem na konzervativní přístup, jaký společnost při současném zajištění měnových rizik zaujímá.

V rámci analýzy devizové pozice vybrané společnosti vyplynulo, že se nachází v dlouhé otevřené pozici, resp. že inkasa v EUR dvojnásobně převyšují platby v EUR. Je tedy žádoucí, aby pro nadcházející období od 25. 2. do 31. 3. 2015 byla část těchto volných finančních prostředků efektivně zajištěna proti oslabení EUR a posílení USD.

10.1 Východiska pro řešení projektu

Na základě zpracované makroekonomické analýzy v praktické části této práce je možno předpokládat, že kurz hlavní měny eurozóny bude v nejbližším období vystaven značnému tlaku ze strany finančních trhů, vzhledem ke startujícímu kvantitativnímu uvolňování, nepříznivým zprávám o inflaci v Evropě a v neposlední řadě také pokračující kritické situaci v Řecku, která ovlivňuje celou EU, a to i přesto, že byl pro tuto středomořskou zemi prodloužen záchranný program do konce června roku 2015. Naproti tomu prohlášení FEDu ze začátku února ohledně plánovaného zvyšování základní úrokové sazby na přelomu června a července letošního roku a očekávaný růst jádrové inflace by měl napomoci k růstu amerického dolaru.

10.2 Výběr subjektů a produktů k zajištění

Společnost v současné době spolupracuje s několika bankovními domy, z nichž byly na základě konzultace ve firmě vybrány čtyři z nich. Jedná se o ČSOB, HSBC, Citibank a Raiffeisenbank (dále jen RB). Společnost XY, a. s. má u těchto bank vedeny účty a uzavřeny nezbytné smlouvy umožňující provádění devizových operací, které realizuje v souladu se svými aktuálními potřebami a možnostmi. Vzhledem k tomu, že společnost XY, a. s. je pro vybrané banky důležitým a dlouholetým klientem, může profitovat z výhodnějších podmínek v rámci zajištění, nežli běžný klient zajišťující devizové riziko poprvé.

Jak již bylo zmíněno výše, společnost využívá především beznákladových opčních strategií, které budou v rámci této práce konfrontovány s klasickými opcemi.

Konkrétně půjde o čtyři zajišťovací produkty, jež budou srovnány napříč zmíněnými bankami - forwardy, Evropské forwardy plus neboli Extra forwardy, klasické opce a produkt Risk Reversal neboli Collar.

10.2.1 Forward na prodej EUR/USD

V rámci zajišťovacího produktu forward⁴ 25. 2. 2015 uzavírá smlouvu kupující (banka) s prodávajícím (Společnost XY, a. s.) o prodeji 2 mil. EUR za forwardový kurz (viz níže konkrétní nabídky) s vypořádáním 31. 3. 2015.

Výhody

- Díky tomuto produktu má společnost možnost se jednoduchým způsobem zajistit proti nepříznivému kurzovému vývoji.
- Uzavření transakce je beznákladové.

Nevýhody

- Uzavřením forwardu Společnost XY, a. s. ztrácí možnost participovat na příznivém pohybu kurzu.
- Forwardový kurz může být nižší (méně výhodný) než aktuální kurz v den vypořádání.

10.2.2 Put opce na prodej EUR/USD

Všeobecně představuje devizová opce⁵ právo (nikoli povinnost) kupujícího opce v den splatnosti nakoupit (Call opce) nebo prodat (Put opce) stanovené množství cizí měny za předem dohodnutý kurz.

Kupující EUR Put opce (Společnost XY, a. s.) má 31. 3. 2015 právo rozhodnout, zda prodá 2 mil. EUR za strike cenu (viz níže konkrétní nabídky) či nikoliv. V případě, že 31. 3. 2015 (v 10 hod. newyorského času, zpravidla 16 hod. SEČ) kurz **roven nebo pod** strike cenou, společnost XY, a. s. uplatní své právo a prodá bance 2 EUR za strike cenu. V opačném případě, kdy aktuální kurz bude **nad** strike cenou, společnost XY, a. s. svou opci neuplatní a může prodat EUR za aktuálních tržních podmínek.

⁴ Více o forwardových operacích v kapitole 4.1.2. v teoretické části této práce.

⁵ Více o devizových opcích v kapitole 4.1.5. v teoretické části této práce.

Výhody

- Tento produkt umožňuje zajistit kurz a zároveň dává prostor k participaci na oslabení USD bez jakéhokoliv omezení.
- Nákupem opce společnost XY, a. s. nepozbyde plnou flexibilitu, jelikož může využít výhodnějších podmínek na trhu pro samotný prodej EUR nebo jiné další zajištění v případě, že kdykoliv v průběhu života opce dojde k výraznému oslabení USD.

Nevýhody

- Specifické riziko tohoto produktu představuje povinnost Společnosti XY, a. s. uhradit opční prémii spojenou se zajištěním.

10.2.3 Risk Reversal na prodej EUR/USD (Collar)

Nejrozšířenější opční strategií je Risk Reversal, který dává společností možnost zajistit si kurz v předem stanoveném pásmu. Jedná se o kombinaci koupené a prodané opce, jež mají stejné datum splatnosti a stejné podkladové aktivum. Opční prémie za obě opce se v rámci tohoto produktu vynulují.

V případě, že 31. 3. 2015 bude aktuální kurz **roven nebo pod** strike cenou koupené EUR Put opce, společnost uplatní své právo a prodá bance 2 mil. EUR za strike cenu (viz konkrétní nabídky) této Put opce. Jestliže se aktuální kurz bude nacházet **mezi** strike cenou prodané EUR Call opce a strike cenou koupené Put opce, Společnost XY, a. s. ani banka svou opci neuplatní a společnost může prodat EUR za aktuálních tržních podmínek. Třetí možností je, že aktuální kurz bude **roven nebo nad** strike cenou prodané EUR Call opce a banka tak uplatní své právo a koupí od klienta 2 mil. EUR za strike cenu této EUR Call opce.

Výhody

- Díky tomuto produktu je možné zajistit kurz a současně participovat na příznivém tržním vývoji. Společnost XY, a. s. dává prostor k využití oslabení USD až do úrovně strike ceny prodané EUR Call opce.
- Uzavření transakce je beznákladové.

Nevýhody

- Ve srovnání s klasickým forwardem je zajištěný kurz na úrovni strike ceny EUR Put opce méně výhodný.

- Jestliže banka uplatní svou EUR Call opci, společnost XY, a. s. bude nucena prodat 2 mil. EUR za strike cenu této EUR Call opce, která bude v daném okamžiku méně výhodná než aktuální kurz.

10.2.4 Evropský forward plus na prodej EUR/USD (Forward extra)

Evropský forward patří mezi takzvané bariérové opční strategie a od klasických devizových opcí se odlišuje právě o parametr bariéry. Bariéra v tomto případě představuje hodnotu devizového kurzu měnového páru EUR/USD s jehož dosažením 31. 3. 2015 vyplývají dále uvedené dopady.

Pokud bude 31. 3. 2015 aktuální kurz **pod** Evropskou bariérou, Společnost XY, a. s. má EUR Put opci na prodej EUR za USD za strike cenu a pokud bude současně aktuální kurz 31. 3. 2015 buď **roven nebo pod** strike cenou této opce, Společnost XY, a. s. uplatní svou EUR Put opci a prodá bance 2 mil. EUR za strike cenu, nebo **nad** strike cenou této opce, pak Společnost XY, a. s. svou EUR Put opci neuplatní a může prodat EUR za aktuálních tržních podmínek.

Jestliže však bude 31. 3. 2015 aktuální tržní kurz **roven nebo nad** Evropskou bariérou, Společnost XY, a. s. má forward na prodej modifikované částky v EUR za USD za forwardový kurz.

Výhody

- Prostřednictvím Evropského forwardu plus je možné zajistit kurz a zároveň mít možnost participovat na příznivém tržním vývoji (na rozdíl od obyčejného forwardu). Společnost XY, a. s. může využít oslabení USD až do úrovně Evropské bariéry.
- Oproti Americkému forwardu plus zde záleží na kurzu pouze v den pro uplatnění opce. Americký forward plus vyprší kdykoliv při protnutí bariéry v průběhu životnosti opce.
- Uzavření transakce je beznákladové.

Nevýhody

- Zajištěný kurz může být ve srovnání s obyčejným forwardem méně výhodný.
- Při protnutí Evropské bariéry v den vypořádání má Společnost XY, a. s. povinnost prodat modifikovanou částku v EUR za forwardový kurz, který bude v daném okamžiku oproti aktuálnímu tržnímu kurzu výrazně nevýhodný.

10.3 Srovnání konkrétních nabídek bankovních produktů

Následující kapitola se věnuje konkrétním nabídkám výše popsaných produktů sloužících k zajištění devizového rizika. Na základě srovnání čtyřech instrumentů bude vybrán ten, který budu považovat za nejvhodnější pro zajištění pro následující období.

10.3.1 Forwardy

Promptní kurz EUR/USD dne 25. 2. 2015 byl ve výši 1,14000 EUR/USD. Banky nabízí tento produkt za následujících podmínek:

Tab. 7. Parametry produktu Forward. (Vlastní zpracování)

Forward na prodej EUR/USD				
Banka	ČSOB	HSBC	RF	Citibank
Forwardový kurz	1,14030	1,14028	1,14030	1,14040
Nominální částka v EUR	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Den vypořádání	31. 3. 2015	31. 3. 2015	31. 3. 2015	31. 3. 2015
Aktuální kurz k datu vypořádání	?	?	?	?

Forwardové kurzy se u jednotlivých bank mírně liší, jelikož nabídky byly sice uzavírány ve stejný den, nikoliv však ve stejný čas. U každé z těchto operací vystupuje společnost XY, a. s. jako prodávající 2 mil. EUR a každá banka jako kupující tuto částku.

V případě, že 2 mil. EUR zajistím prostřednictvím forwardu, již nyní (před 31. 3. 2015) vím, kolik přesně vyinkasuji od jednotlivých bank, jelikož ať už bude kurz oslabovat či naopak posilovat, budu prodávat 2 mil. EUR za předem známý forwardový kurz.

Jestliže kurz, jak předpokládám, oslabí, tak v den vypořádání zjistím, v jakém rozsahu bylo toto zajištění ziskové. V opačném případě, tedy posílení kurzu, budou v ten samý den známy i ztráty z tohoto devizového obchodu.

10.3.2 Opce

Klasické opční produkty nabízí banky těchto předpokladů:

Tab. 8. Parametry produktu Opce. (Vlastní zpracování)

Put opce na prodej EUR/USD										
Banka	ČSOB		HSBC		RF			Citibank		
Strike cena	1,14030	1,12000	1,13000	1,12500	1,14000	1,13500	1,13000	1,13500	1,13000	1,12500
Nominální částka v EUR	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Opční prémie v USD (EUR)	19 000 USD	11 000 USD	16 200 EUR	13 500 EUR	10 600 EUR	8 800 EUR	7 100 EUR	16 200 EUR	13 100 EUR	10 500 EUR
Opční prémie v CZK (kurz 31. 3. 2015 ⁶)	486 134	281 446	445 986	371 655	291 818	242 264	195 463	445 986	360 643	289 065
Den pro uplatnění opce	31.3.2015	31.3.2015	27.3.2015	27.3.2015	31.3.2015	31.3.2015	31.3.2015	27.3.2015	27.3.2015	27.3.2015
Den vypořádání	2.4.2015	2.4.2015	31.3.2015	31.3.2015	2.4.2015	2.4.2015	2.4.2015	31.3.2015	31.3.2015	31.3.2015
Aktuální kurz k datu vypořádání	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?

Devizové opce jsou jediným produktem v rámci této práce, které nejsou beznákladové, resp. u nichž je třeba v případě zajištění zaplatit opční prémii. Opční prémie představuje reálně vynaložený výdaj společnosti, který je třeba uhradit obvykle dva pracovní dny od sjednání opce.

⁶ Tržní kurz byl 31. 3. 2015 25, 586 CZK/USD a 27,530 CZK/EUR.

Předchozí tabulka (Tab. 9.) shrnuje podmínky, za jakých Společnosti XY, a. s. banky nabízejí produkt Risk Reversal. První sloupce u nabídek jednotlivých bank vždy vyobrazují situaci **bez pákového efektu**. Při nepříznivém vývoji kurzu, v situaci bez pákového efektu, bude-li se aktuální tržní kurz nacházet nad realizační cenou call opce, bude Společnost XY, a. s. nucena prodat 2 mil. EUR za strike cenu této call opce.

V analogické situaci, avšak **s pákovým efektem** 1:1,5 musí Společnost XY, a. s. dostát svému závazku a prodat modifikovanou částku, tedy 3 mil. EUR. Z obou předcházejících situací vyplývá, že Put opce je mimo peníze a Call opce je v penězích

Zcela opačná situace nastane, bude-li aktuální tržní kurz 31. 3. 2015 roven, nebo pod strike cenou. Společnost XY, a. s. by svou Put opci uplatnila a prodala bance 2 mil. EUR za strike cenu této Put opce. Put opce se v takovém případě nachází v penězích a Call opce mimo peníze.

Třetí varianta nastane, jestliže se aktuální tržní kurz 31. 3. 2015 bude pohybovat v rozmezí strike ceny Put opce a strike ceny Call opce. Banka ani Společnost XY, a. s. svou opci neuplatní, jelikož jsou obě opce mimo peníze a Společnost XY, a. s. ji může prodat 2 mil. EUR za aktuálních tržních podmínek.

U všech nabídnutých variant **bez pákového efektu** platí, že čím vyšší je strike cena koupené EUR Put opce, tím nižší je celkové rozpětí mezi zmíněnou strike cenou koupené EUR Put opce a strike cenou prodané EUR Call opce. Jinými slovy, na úkor vyšší strike ceny se společností snižuje možnost prodat 2 mil. EUR za aktuálních tržních podmínek, jestliže se obě opce budou nacházet mimo peníze.

Rozpětí u obou zmíněných strike cen u variant **s pákovým efektem** 1:1,5 je vyšší oproti variantám bez pákového efektu. Tento fakt je však vykoupen skutečností, že společnost podstupuje vyšší riziko, když by v případě posílení kurzu, byla nucena prodat modifikovanou částku 3 mil. EUR za strike cenu Call opce.

10.3.4 Evropský forward plus (Forward extra)

Podmínky bank při poskytnutí Evropského forwardu plus známým také jako Forward extra:

Tab. 10. Parametry produktu Evropský forward plus (Forward extra). (Vlastní zpracování)

Evropský forward plus/forward extra na prodej EUR/USD										
Banka	ČSOB		HSBC		RB				Citibank	
Strike cena EUR Put opce	1,12000	1,12000	1,12500	1,12500	1,13000	1,13500	1,13500	1,14000	1,13500	1,13500
Forwardový kurz	1,14030	1,14030	1,14028	1,14028	1,14030	1,14030	1,14030	1,14030	1,14040	1,14040
Evropská bariéra	1,17500	1,18500	1,17250	1,17500	1,16700	1,17000	1,15800	1,16300	1,15650	1,16750
Nominální částka v EUR	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Modifikovaná částka v EUR	2 000 000	3 000 000	2 000 000	3 000 000	2 000 000	3 000 000	2 000 000	3 000 000	2 000 000	3 000 000
Prémie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Den pro uplatnění opce	31.3.2015	31.3.2015	27.3.2015	27.3.2015	31.3.2015	31.3.2015	31.3.2015	31.3.2015	27.3.2015	27.3.2015
Den vypřádání	2.4.2015	2.4.2015	31.3.2015	31.3.2015	2.4.2015	2.4.2015	2.4.2015	2.4.2015	31.3.2015	31.3.2015
Aktuální kurz k datu vypořádání	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?

Tabulka výše (Tab. 10.) sumarizuje jednotlivé podmínky bank, za kterých nabízejí Evropský forward plus, který je zároveň poslední zajišťovací instrument v rámci této práce.

První sloupce u nabídek jednotlivých bank opět popisují situaci **bez pákového efektu**. Při nepříznivém vývoji kurzu, v situaci bez pákového efektu, bude-li aktuální tržní kurz roven nebo se nacházet nad Evropskou bariérou, je Společnost XY, a. s. zafixována na úrovni tzv. resetovaného kurzu, který zde reprezentuje forwardový kurz a bude nucena dostát svému závazku v podobě prodeje 2 mil. EUR za tento forwardový kurz.

Obdobná situace nastává i s **pákovým efektem** 1:1,5. Při posílení kurzu na úroveň Evropské bariéry, či nad ní, je Společnost XY, a. s. povinna prodat modifikovanou částku 3 mil. EUR rovněž za forwardový kurz.

Jestliže však bude aktuální tržní kurz 31. 3. 2015 pod Evropskou bariérou a zároveň roven nebo nižší než strike cena, Společnost XY, a. s. by svou Put opci uplatnila a prodala bance 2 mil. EUR za strike cenu této Put opce. Evropský forward plus by se tedy choval jako vanilla opce s předem dohodnutým realizačním kurzem.

Poslední scénář možného vývoje je takový, kdy se aktuální tržní kurz nachází pod Evropskou bariérou, ale nad strike cenou. Společnost XY, a. s. by v tomto případě svou Put opci neuplatnila a mohla prodat 2 mil. EUR za aktuálních tržních podmínek.

Stejně jako v případě předchozího zajišťovacího instrumentu Risk Reversal, kdy se rozpětí mezi strike cenou koupené EUR Put opce a strike cenou prodané EUR Call opce snižovalo s rostoucí strike cenou, tak i u Evropského forwardu plus u variant **bez pákového efektu** platí tento inverzní vztah, a tedy že se se zvyšující strike cenou EUR Put opce hodnota Evropské bariéry přibližuje k této strike ceně a naopak.

Varianty s **pákovým efektem** 1:1,5 analogicky nabízejí větší rozpětí mezi strike cenou a Evropskou bariérou, což je dáno vyšším rizikem, které by Společnost XY, a. s. musela podstoupit, v podobě prodeje 3 mil. EUR za forwardový kurz.

10.4 Návrh zajišťovacích technik před 31. 3. 2015

Zajištění 2 mil EUR proběhlo 25. 2. 2015 při spotovém kurzu 1,14000. Jak je patrné na grafu 19. (Obr. 19) tento měnový pár byl v průběhu měsíce února značně volatilní. Začínal se obchodovat na 1,13000, v průběhu měsíce vystoupal až na 1,14600. Na základě provedené makroekonomické analýzy nicméně predikují pro nejbližší období do 31. 3. 2015 oslabení EUR a posílení USD.

Náplní této podkapitoly je vybrat nejvhodnější ze čtyř nabízených zajišťovacích instrumentů.

10.4.1 Forwardy

Hlavním devízou forwardu jakožto zajišťovacího instrumentu je jeho jednoduchost a také to, že sjednání transakce je beznákladové. Již při uzavření obchodu je zřejmé, kolik od které banky v den vypořádání vyinkasuji za prodej 2 mil. EUR.

Ať už aktuální tržní kurz bude v den vypořádání růst či klesat, Společnost XY, a. s. vždy prodá 2 mil. EUR forwardový kurz.

Nejlepší forwardový kurz měla 25. 2. 2015 Citibank, u které doporučuji pro následující období zajistit 2 mil EUR. Všechny nabídnuté forwardové kurzy se nicméně liší jen velmi nepatrně.

Tento produkt volím také proto, že nepředpokládám příznivý vývoj kurzu, jinými slovy očekávám, že forwardový kurz bude 31. 3. 2015 výhodnější, než aktuální tržní kurz, v opačném případě bych vybírala mezi Evropským forwardem plus a Risk Reversal.

10.4.2 Opce

Naopak devizové opce jako produkt k zajištění měnového kurzu nenavrhuji ve Společnosti XY, a. s. používat vůbec, a to vzhledem k nutnosti platit za tyto deriváty opční prémie, které, jak jsem se přesvědčila, dosahují horentních sum při takovémto objemu zajištění.

I po konzultaci ve firmě bylo zřejmé, že tento produkt mezi ostatními neobstojí. Jak již bylo popsáno výše, opční prémie představuje reálně vynaložený výdaj, který musí být obvykle zaplacen na účet banky do dvou dní od sjednání opce. Naproti tomu všechny z dalších analyzovaných zajišťovacích instrumentů byly uzavřeny jako beznákladové.

10.4.3 Risk Reversal (Collar)

Risk Reversal disponuje oproti termínovanému forwardu značnou výhodou v tom, že umožňuje zajistit kurz a zároveň participovat na příznivém tržním vývoji. Jelikož však neočekávám v následujícím období oslabení USD, mohlo by se stát, že zajištěný kurz na úrovni strike ceny bude nižší ve srovnání s forwardem. Z tohoto důvodu nedoporučuji pro následující období zajišťovat měnový kurz prostřednictvím Risk Reversal.

V situaci, kdy bych předpokládala, že zajištěný měnový pár bude podobně volatilní, jak tomu bylo v měsíci únoru, vybrala bych zajišťovací produkt bez pákového efektu od ČSOB, která nabízí stejnou strike cenu jako RB na úrovni 1,12000, nicméně vyšší celkové rozpětí mezi strike cenou koupené EUR Put opce a strike cenou prodané EUR Call opce, a

to o 0,004. Výhodnější strike cenu sice nabízí RB (1,13000) a Citibank (1,13500), ale zmíněné rozpětí výrazně menší, což vzhledem k averzi k riziku ve společnosti nepovažuji za vhodný produkt.

10.4.4 Evropský forward plus (Forward extra)

Stejně jako předchozí beznákladová opční strategie i Evropský forward plus umožňuje zajistit kurz a současně mít možnost profitovat z příznivého tržního vývoje, a to až do úrovně, kdy by USD oslabilo na úroveň Evropské bariéry. Jelikož však, jak již bylo několikrát zmíněno výše, takovýto scénář v nejbližší době neočekávám, je pravděpodobné, že strike cena EUR Put opce bude u všech nabídek, včetně těch s pákovým efektem, nižší, tedy méně výhodná než forwardový kurz. Rovněž z tohoto důvodu nedoporučuji pro období 25. 2. až 31. 3. 2015 využít žádné z nabídek bank týkajících se tohoto produktu.

Jestliže bych nebyla přesvědčena o blížícím se oslabování EUR a posilování USD byl by Evropský forward plus společně s produktem Risk Reversal vhodnou zajišťovací strategií. Za těchto okolností bych využila první nabídky RB, kdy je strike cena na úrovni 1,13000 a Evropská bariéra 1,16700. Společnost XY, a. s. by sice prodávala 2 mil. EUR za 1,13000, což je nižší strike cena v porovnání s druhou nabídkou RF a také nabídkou Citibank, které nabízí shodnou strike cenu na úrovni 1,13500, nicméně tyto nabídky mají položenou Evropskou bariéru níže (RF 1,15800; Citibank 1,15650), než první nabídka od RB. Využitím například druhé nabídky od RF by Společnost XY, a. s. podstoupila větší riziko a vzhledem k tomu, jakou má k riziku averzi, vybrala bych méně rizikový produkt, s nímž je ovšem spojená nižší strike cena.

10.5 Vyhodnocení navržených zajišťovacích technik po 31. 3. 2015

Cílem závěrečné podkapitoly je ověřit si správnost výběru zajišťovací techniky, jež byla zvolena jako nejvhodnější v předchozí kapitole. Za období 25. 2. až 31. 3. 2015 USD skutečně posílilo a EUR oslabilo, což potvrdilo predikci. Nejnižše se EUR/USD obchodoval 16. 3. 2015, pouze 1,056 a 31. 3. 2015 činil tržní kurz 1,076 EUR/USD.

Nyní, když už je tržní kurz ke dni vypořádání jednotlivých derivátů znám, bude vyhodnocena efektivita jednotlivých zajišťovacích technik a vyčísleny zisky, popř. ztráty z těchto transakcí.

10.5.1 Forwardy

Tab. 11. Vyhodnocení forwardových operací. (Vlastní zpracování)

Forward na prodej EUR/USD				
Banka	ČSOB	HSBC	RF	Citibank
Forwardový kurz	1,14030	1,14028	1,14030	1,14040
Aktuální kurz k datu vy- pořádání	1,07600			
Zajištěný prodej (USD)	2 280 600	2 280 560	2 280 600	2 280 800
Nezajištěný prodej (USD)	2 152 000			
Zisk/ztráta (USD)	128 600	128 650	128 600	128 800
Zisk/ztráta (CZK)	3 290 360	3 291 639	3 290 360	3 295 477

Z předchozí tabulky (Tab. 11.) vyplývá, že zajištění prostřednictvím forwardu se Společnosti XY, a. s. v daném období vyplatí. Nejvýhodnější forwardový kurz nabídla Citibank. V případě nezajištění by za 2 mil. EUR vyinkasovala 31. 3. 2015 2,152 mil. USD, jelikož by prodávala za aktuálních a tedy méně výhodných podmínek. Naopak při využití forwardu od Citibank, by jí za 2 mil. EUR ve stejný den přibylo na účtu 2,2808 mil. USD, což představuje dodatečný zisk ve výši 3 295 477 Kč.

10.5.2 Opce

Tab. 12. Vyhodnocení devizových opcí. (Vlastní zpracování)

Put opce na prodej EUR/USD										
Banka	ČSOB		HSBC		RF			Citibank		
Strike cena	1,14030	1,12000	1,13000	1,12500	1,14000	1,13500	1,13000	1,13500	1,13000	1,12500
Aktuální kurz k datu vypořádání	1,07600									
Zajištěný prodej (USD)	2 280 600	2 240 000	2 260 000	2 250 000	2 280 000	2 270 000	2 260 000	2 270 000	2 260 000	2 250 000
Nezajištěný prodej (USD)	2 152 000									
Zisk/ztráta (USD)	128 600	88 000	108 000	98 000	128 000	118 000	108 000	118 000	108 000	98 000
Zisk/ztráta (CZK)	3 290 360	2 251 568	2 763 288	2 507 428	3 275 008	3 019 148	2 763 288	3 019 148	2 763 288	2 507 428
Opční prémie (CZK)	486 134	281 446	445 986	371 655	291 818	242 264	195 463	445 986	360 643	289 065
Zisk/ztráta (CZK) po odečtení opční prémie	2 804 226	1 970 122	2 317 302	2 135 773	2 983 190	2 776 884	2 567 825	2 573 162	2 402 645	2 218 363

Společnost XY, a. s. svého práva, v případě zajištění prostřednictvím opce, využije a prodá 2 mil. EUR za strike cenu, která je k 31. 3. 2015 výhodnější (u všech nabídek) než aktuální tržní kurz. V opačném případě, tedy nacházel-li by se tržní kurz nad strike cenou Společnost XY, a. s. by od svého práva upustila a opci neuplatnila. Pak by mohla prodat 2 mil. EUR za aktuálních tržních podmínek.

Abych byla schopna vyhodnotit nejlepší nabídku, musím do výpočtu zahrnout opční prémie, které se napříč bankami velmi liší. Největší zisk firma realizuje uzavřením smlouvy na prodej 2 mil. EUR s RF, a to ve výši 2 983 190 Kč. Při strike ceně 1,14000 požaduje opční prémii ve výši pouze 291 818 Kč. I přes dodatečný zisk bezmála 3 mil. Kč z této devizové operace, se jeví využití opce oproti forwardu jako méně výhodné.

10.5.3 Risk Reversal (Collar)

Tab. 13. Vyhodnocení Risk Reversal (Collar). (Vlastní zpracování)

Risk Reversal/Collar na prodej EUR/USD										
Banka	ČSOB		HSBC		RB			Citibank		
	Společnost XY, a. s. kupuje Opci EUR Put/ USD Call									
Pákový efekt	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5
Strike cena	1,12000	1,12000	1,11000	1,11500	1,13000	1,13000	1,12000	1,13500	1,13500	1,13500
	Společnost XY, a. s. prodává Opci EUR Call/ USD Put									
Strike cena	1,15600	1,66000	1,15750	1,16150	1,14800	1,15500	1,15200	1,15200	1,14450	1,15200
Aktuální kurz k datu vypořádání	1,07600									
Zajištěný prodej (USD)	2 240 000	2 240 000	2 220 000	2 230 000	2 260 000	2 260 000	2 240 000	2 270 000	2 270 000	2 270 000
Nezajištěný prodej (USD)	2 152 000									
Zisk/ztráta (USD)	88 000	88 000	68 000	78 000	108 000	108 000	88 000	118 000	118 000	118 000
Zisk/ztráta (CZK)	2 251 568	2 251 568	1 739 848	1 995 708	2 763 288	2 763 288	2 251 568	3 019 148	3 019 148	3 019 148

Opční strategii Risk Reversal Společnost XY, a. s. využije a prodá 2 mil. EUR za strike cenu EUR Put opce, která je k 31. 3. 2015 výhodnější (u všech nabídek) než aktuální tržní kurz. Jelikož se aktuální tržní kurz nenachází mezi strike cenou EUR Call opce a strike cenou EUR Put opce neprodává za aktuální kurz. V případě, že by aktuální kurz byl roven nebo vyšší než strike cena prodané EUR Call opce, měla by Společnost XY, a. s. povinnost prodat 2 mil. EUR bance za tuto strike cenu, resp. 3 mil. EUR, kdyby využila některého z produktu s pákovým efektem.

Největší dodatečný zisk Společnosti XY, a. s. přinese využití nabídky od Citibank, a to 3 019 148 Kč ve variantě bez pákového i s pákovým efektem a také nabídka RB s pákovým efektem. Využití těchto nabídek se však 25. 2. 2015 jevílo jako riskantní, a proto jsem doporučila (ovšem jen za předpokladu vyšší než očekávané volatility) využít nabídku od ČSOB bez pákového efektu, která Společnosti XY, a. s. přinese 2 251 568 Kč

Využití nabídky od ČSOB bez pákového efektu je ve srovnání s forwardem i klasickou opcí méně ziskové. Nicméně kdyby EUR proti USD ve sledovaném období tak výrazně neoslabovalo, byl by tento produkt pro zajištění vhodnější, než předchozí dvě strategie, jelikož Risk Reversal dává prostor k participaci na příznivém kurzovém vývoji, jinými slovy bylo by možné využít oslabení USD až do úrovně strike ceny prodané EUR Call opce a prodat EUR za aktuálních tržních podmínek.

Povinnost prodat modifikovanou částku, tedy 3 mil. EUR v případě nepříznivého kurzového vývoje, představuje analogii placení opčních premií u devizových opcí, což je ale vynahrazeno vyšším rozpětím mezi oběma strike cenami, a tedy vyšší šancí prodeje EUR za aktuálních tržních podmínek.

10.5.4 Evropský forward plus (Forward extra)

Tab. 14. Vyhodnocení Evropského forwardu plus (Forward extra). (Vlastní zpracování)

Evropský forward plus/forward extra na prodej EUR/USD										
Banka	ČSOB		HSBC		RB			Citibank		
Pákový efekt	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5	1:1	1:1,5
Strike cena EUR Put opce	1,12000	1,12000	1,12500	1,12500	1,13000	1,13500	1,13500	1,14000	1,13500	1,13500
Forwardový kurz	1,14030	1,14030	1,14028	1,14028	1,14030	1,14030	1,14030	1,14030	1,14040	1,14040
Evropská bariéra	1,17500	1,18500	1,17250	1,17500	1,16700	1,17000	1,15800	1,16300	1,15650	1,16750
Aktuální kurz k datu vypořádání	1,07600									
Zajištěný prodej (USD)	2 240 000	2 240 000	2 250 000	2 250 000	2 260 000	2 270 000	2 270 000	2 280 000	2 270 000	2 270 000
Nezajištěný prodej (USD)	2 152 000									
Zisk/ztráta (USD)	88 000	88 000	98 000	98 000	108 000	118 000	118 000	128 000	118 000	118 000
Zisk/ztráta (EUR)	2 251 568	2 251 568	2 507 428	2 507 428	2 763 288	3 019 148	3 019 148	3 275 008	3 019 148	3 019 148

Zajištění 2 mil. EUR prostřednictvím Evropského forwardu bude pro Společnost XY, a. s. znamenat realizaci dodatečného zisku, rovněž jako u předchozích derivátů. Jelikož se aktuální tržní kurz k 31. 3. 2015 nachází pod úrovní strike ceny, využije svého práva a prodá 2 mil. EUR za strike cenu, která je ale v současné chvíli méně výhodná než forwardový kurz. Společnost XY, a. s. své právo neuplatní v případě, že by se aktuální kurz pohyboval v pásmu nad strike cenou, ale pod Evropskou bariérou. Pak by mohla prodat 2 mil. EUR za aktuálních tržních podmínek.

Třetí, nejméně příznivá situace pro Společnost XY, a. s. nastane v případě, kdy by byl aktuální kurz roven nebo nad úrovní Evropské bariéry. To by byla společnost nucena prodat modifikovanou částku (v případě využití produktu s pákovým efektem 3 mil. EUR) za forwardový kurz, což Evropský forward plus odlišuje od předchozího Risk Reversal. U Risk Reversal Společnost XY, a. s. v případě nepříznivého tržního vývoje padá na úroveň strike ceny prodané EUR Call opce, která je výhodnější, nežli právě forwardový kurz v případě Evropského forwardu plus. Díky této skutečnosti se Risk Reversal plus jeví jako prospěšnější než Evropský forward plus.

Největší dodatečný zisk přinese Společnosti XY, a. s. využití nabídky od RB s pákovým efektem na úrovni strike ceny 1,14000. Činí 3 275 008 Kč. Tato nabídka se však 25. 2. 2015 jevila jako příliš riskantní, vzhledem k úrovni Evropské bariéry 1,16300, která byla ve srovnání s ostatními a tedy méně rizikovými produkty shledána za velmi nízkou.

Mé doporučení bylo využít rovněž nabídky od RB, nicméně bez pákového efektu, kdy je strike cena na přijatelné úrovni 1,13000 a Evropská bariéra 1,16700, tedy dostatečně vysoko. Tato varianta přinese dodatečný zisk 2 763 288 Kč, což ji po klasické forwardové operaci staví na druhou pozici, co se týče realizovaného dodatečného zisku.

ZÁVĚR

Každá společnost, jejíž obchody přesahují hranice země, v níž primárně působí, je vystavena devizovému riziku, uzavírá-li obchody v cizí měně. V poslední době je problematika řízení měnových rizik stále diskutovanější, a to zejména z důvodu intervence ČNB na devizovém trhu, která v listopadu 2013 oslabila českou korunu s cílem podpořit export. Vzhledem k tomu, by se že úroveň české koruny měla minimálně do roku 2016 pohybovat přibližně na stejné úrovni, tak mnoho českých firem (stejně jako vybraná společnost) od zajišťování české koruny do této doby upustilo. Nicméně zajišťování zahraničních měn v turbulentním prostředí, jakým světový devizový trh bezesporu je, se jeví stále aktuální.

První, teoretická část práce se věnovala devizovému trhu a subjektům, jež na něm vystupují, rizikům v mezinárodním obchodě a v neposlední řadě také nástrojům pro řízení devizového rizika a modelům pro predikci měnových kurzů. Tato část posloužila jako základ k vypracování části praktické, ve které byla stěžejní kapitola 9, kde byla stanovena devizová pozice firmy, na jejímž základě bylo rozhodnuto o celkovém objemu zajištění.

Vzhledem k tomu, že vybraná společnost v současné době svá devizová rizika řídí, hlavním cílem diplomové práce bylo nalézt nejefektivnější zajišťovací instrument pro období od 25. 2. do 31. 3. 2015. Stanovení nejvhodnější zajišťovací strategie bylo úkolem projektové části. Nejdříve byly prozkoumány nabídky čtyř bankovních domů, které byly na základě konzultace ve firmě vybrány z několika bank, s nimiž firma spolupracuje. Jedná se o ČSOB, HSBC, RB a Citibank. Na základě rozborů všech nabídnutých zajišťovacích instrumentů a předpokládaného vývoje měnového páru EUR/USD byl jako nejvhodnější produkt vybrán termínový forward od Citibank.

Aktuální tržní kurz 31. 3. 2015 na úrovni 1,07600 potvrdil oprávněnost výchozího předpokladu, na jehož základě byla zvolena forwardová operace, která přinesla firmě největší dodatečný zisk ze všech analyzovaných produktů, přesně 3 295 477 Kč. Nejlepší devizová opce by přinesla dodatečný zisk 2 983 190 Kč a byla nabídnuta RF, která si účtuje nejnížší opční prémii ze všech vybraných bank, nicméně Společnost XY, a. s. dává přednost opčním strategiím, u kterých se opční prémii neplatí. Tyto strategie by přinesly dodatečný zisk 2 251 568 Kč u Risk reversal a 2 763 288 Kč u Evropského forwardu plus. U posledních dvou vybraných strategií by sice nebyl realizován nejvyšší zisk, ale při zohlednění míry rizika, kterou s sebou nesou produkty s pákovým efektem a tedy vyšším dodatečným ziskem, byla dána přednost produktům právě s nižší mírou rizika.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- AMBROŽ, Luděk. 2002. *Oceňování opcí: deriváty finančního trhu*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 313 s. ISBN 80-717-9531-3.
- BELÁS, Jaroslav. 2013. *Finanční trhy, bankovníctví, pojišťovnictví*. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Žilina: Georg, 596 s. ISBN 978-80-8154-024-0.
- ČERNOHLÁVKOVÁ, Eva. 2007. *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 317 s. ISBN 978-80-7357-321-8.
- ČERNOHLÁVKOVÁ, Eva a Božena PLCHOVÁ. 2007. *Zahraniční obchod*. 3. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 263 s. ISBN 978-80-7265-106-1.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. 2011. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. 2007. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. 2010. *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 494 s. ISBN 978-80-7261-221-5.
- DVOŘÁK, Petr. 2006. *Deriváty*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, ISBN 80-245-1033-2.
- HARTMAN, Ondřej a Ludvík TUREK. 2009. *První kroky na FOREXu: jak obchodovat a uspět na měnových trzích*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 120 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-251-2006-4.
- HARTMAN, Ondřej. 2013. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích - akcie, komodity a forex*. 1. vyd. Brno: BizBooks, 246 s. ISBN 978-80-265-0033-9.
- HELLIAR, Christine V. 2005. *An investigation into the management of interest rate risk in large UK companies*. Burlington, MA: CIMA Pub., 124 p. ISBN 07-506-6598-X.
- HULL, John. 2012. *Options, futures, and other derivatives*. 8th ed. Boston: Prentice Hall, 841 p. ISBN 01-321-6494-9.
- JÍLEK, Josef. 2010. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. upr. vyd. Praha: Grada, 630 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3696-9.
- JÍLEK, Josef. 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: Grada, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

- KALÍNSKÁ, Emilie. 2010. *Mezinárodní obchod v 21. století: řízení platební schopnosti a praktických aplikací*. 1. vyd. Praha: Grada, 228 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3396-8.
- KOŠŤÁL, Josef a Ludvík TUREK. 2009. *Opce: jak na obchodování s opcemi a výběr správné strategie*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, v, 152 s. ISBN 978-80-251-2223-5.
- KRÁL, Miloš. 2003. *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě: včetně problematiky analýz některých teorií a metod o predikci měnových kursů a o jejich významu pro firemní finanční řízení devizových rizik*. 1. vyd. Praha: Vox, 240 s. ISBN 80-863-2428-1.
- KRÁL, Miloš. 2009_A. *Bankovníctví a jeho produkty*. 1. vyd. Praha: GEORG, Žilina, 265 s. ISBN 978-80-89401-07-9.
- KRÁL, Miloš. 2009_B. *Mezinárodní finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. 3. upr. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 312 s. ISBN 978-80-7318-829-0.
- KRÁL, Miloš. 2010. *Mezinárodní finance*. Praha: GEORG, Žilina, 329 s. ISBN 978-80-89401-08-6.
- MACHKOVÁ, Hana, Eva ČERNOHLÁVKOVÁ a Alexej SATO. 2014. *Mezinárodní obchodní operace*. 6., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 256 s. ISBN 978-802-4748-740.
- O'KEEFE, Ryan. 2010. *Making money in Forex: trade like a pro without giving up your day job*. Hoboken, N.J.: John Wiley, 222 p. Wiley trading. ISBN 04-704-8728-3.
- POLÁCH, Jiří. 2008. *Peněžní a kapitálové trhy*. Vyd. 2., nezměn. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 978-807-3187-583.
- POLOUČEK, Stanislav. 2009. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 414 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.
- PRATT, Shannon P a Roger J GRABOWSKI. 2010. *Cost of capital: applications and examples*. 4th ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 754 p. ISBN 978-047-0886-564.
- REJNUŠ, Oldřich. 2014. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.
- REVENDA, Zbyněk. 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

- REŽŇÁKOVÁ, Mária. 2010. *Řízení platební schopnosti podniku: řízení platební schopnosti a praktických aplikací*. 1. vyd. Praha: Grada publishing, 191 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.
- SOJKA, Zdeněk. *Elliottovy vlny*. V Tribunu EU vyd. 1. Brno: Tribun EU, 2008, 272 s. ISBN 978-80-7399-630-7.
- ŠTĚRBOVÁ, Ludmila. 2013. *Mezinárodní obchod ve světové krizi 21. století*. 1. vyd. Praha: Grada, 364 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4694-4.
- TAUŠER, Josef. 2007. *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 162 s. ISBN 978-80-245-1165-8.

Internetové zdroje

- Banker, Middle East. 2014. *Forex Interests*. [online]. [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <http://search.proquest.com.proxy.k.utb.cz/docview/1497046362?pq-origsite=summon>
- Česká národní banka. 2015a. *Co je to inflace?* [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html
- Česká národní banka. 2015b. *Cilování inflace v ČR*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile
- Česká národní banka. 2015c. *Platební bilance*. [online]. [cit. 2015-03-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/
- Česká národní banka. 2015d. *Zpráva o inflaci 1/2015* [online]. [cit. 2015-03-02]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/index.html
- Česká národní banka. 2015e. *Měnově-politické nástroje*. [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#operace
- Česká národní banka. 2015f. *Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit - PRIBOR*. [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp
- Česká národní banka. 2015g. *Aktuální prognóza ČNB: Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)*. [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#PRIBOR

- Český statistický úřad. 2012 – 2015. *Čtvrtletní národní účty, tvorba a užití HDP a předběžný odhad HDP*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-hdp>
- Český statistický úřad. 22. 5. 2013. *Hrubý domácí produkt (HDP) - metodika. Statistika* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produk_t_%28hdp%29
- Český statistický úřad. 2013 – 2015. *Inflace - druhy, definice, tabulky*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace
- Citfin. 2015. *Měsíční analýzy. S citem pro finance*. [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: <http://www.citfin.cz/cz/kurzovni-zpravodajstvi/analyzy/mesicni-analyzy.html>
- European Central Bank. 2014. *Current account*. [online]. [cit. 2015-03-23]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/bop/2015/html/bq150113.en.html>
- Euribor-rates.eu. 2015. *What is Euribor?* [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: <http://www.euribor-rates.eu/what-is-euribor.asp>
- Eurostat. 2014. *National accounts and GDP*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/National_accounts_and_GDP
- Eurostat. 2015. *Euro area unemployment rate at 11.4%*. [online]. [cit. 2015-03-01]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-press-releases/-/3-30012015-AP>
- Eurostat. 2015b. *Data for short-term economic analysis Issue number 02/15*. [online]. [cit. 2015-03-04]. ISSN 1831-3221.
- Finance.cz. 2015a. *Trh práce a nezaměstnanost*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/trh-prace/nezamestnanost/>
- Finance.cz. 2015b. *Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit - PRIBOR, PRIBID*. [online]. [cit. 2015-03-04]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/menove-ukazatele/sazby-cnb/pribor/>
- FXstreet.cz. Svět obchodování na FOREXu. 2010. *Účastníci měnového trhu*. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/uwcfx+castnici-menoveho-trhu.html>
- GKFX. 2014. *Co je to Forex?* [online]. [cit. 2014-11-23]. Dostupné z: <http://www.gkfx.cz/whats-fx>

- HLAVÁČ, Petr. 2009. *Co ovlivňuje měnové kurzy? HDP, PMI i počasí*. Hospodářské noviny: Byznys. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-37860510-co-ovlivnuje-menove-kurzy-hdp-pmi-i-pocasi>
- Inflation.eu. 2007 – 2014. *Worldwide inflation data*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/united-states/inflation-united-states.aspx>
- Kurzy.cz. 2015. *Inflace - 2015, míra inflace a její vývoj v ČR*. [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>
- Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce*. [online]. 2012 - 2015 [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>
- Trading Economics. 2015 *Economic Indicators*. [online]. [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/indicators>
- VLK, Tomáš. 2015. *Inflace v eurozóně ještě více v záporu, hlavní zátěží zůstává ropa*. Patria [online]. [cit. 2015-02-26]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2851552/inflace-v-eurozone-jeste-vice-v-zaporu-hlavni-zatezi-zustava-ropa.html4>
- WANG, Pengfei; WEN, Yi. 2012. *Speculative Bubbles and Financial Crises*. American Economic Journal. vol. 4, no. 3 s. 184-221. ISSN:1945-7707.
- XTB online trading. 2014. *Trhy: Forex CFD*. [online]. [cit. 2014-11-18]. Dostupné z: <http://www.xtb.cz/trhy/forex>
- XTB online trading. 2015. *Trhy: Vanilla opce*. [online]. [cit. 2015-01-29]. Dostupné z: <https://www.xtb.cz/trhy/opce/vanilla>

Interní materiály Společnosti XY, a. s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CSR	Corporate Social Responsibility – společenská odpovědnost firem.
CP	Cenný papír.
ČSOB	Československá obchodní banka.
CHF	Švýcarský frank.
EBIT	Earnings before interests and taxis – zisk před úroky a zdaněním.
EUR	Euro.
FED	Federální rezervní systém Spojených států amerických
FRA	Forward Rate Agreement – dohoda o termínové úrokové sazbě.
GPB	Britská libra.
HDP	Hrubý domácí produkt
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited.
JPY	Japonský jen.
OTC	Over the Counter Market – mimoburzovní trh.
RF	Raiffeisenbank.
ROA	Return On Assets – rentabilita celkového kapitálu.
ROE	Return On Equity – rentabilita vlastního kapitálu.
ROS	Return On Sales – rentabilita tržeb.
USD	Americký dolar.

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1. Průměrné denní obraty na českém devizovém trhu v mil. USD za den v roce 2014.</i>	16
<i>Obr. 2. Referenční sazba leží nad FRA sazbou.</i>	28
<i>Obr. 3. Referenční sazba leží pod FRA sazbou.</i>	28
<i>Obr. 4. Grafické znázornění long call pozice</i>	32
<i>Obr. 5. Grafické znázornění pozice short call</i>	32
<i>Obr. 6. Grafické znázornění pozice long put</i>	33
<i>Obr. 7. Grafické znázornění pozice short put</i>	33
<i>Obr. 8. Vývoj počtu zaměstnanců a členů řídicích orgánů v letech 2006 – 2013.</i>	43
<i>Obr. 9. Vývoj počtu zaměstnanců hlavní dceřiné společnosti v letech 2006 – 2013.</i>	44
<i>Obr. 10. Ukazatele likvidity v podniku.</i>	48
<i>Obr. 11. Meziroční vývoj HDP v České republice.</i>	52
<i>Obr. 12. Meziroční vývoj HDP ve vybraných zemích.</i>	53
<i>Obr. 13. Vývoj míry inflace v České republice (ČSÚ)</i>	54
<i>Obr. 14. Vývoj míry inflace ve vybraných zemích</i>	55
<i>Obr. 15. Vývoj míry nezaměstnanosti v České republice.</i>	56
<i>Obr. 16. Míra nezaměstnanosti v jednotlivých členských státech EU – aktuální data z ledna 2015.</i>	57
<i>Obr. 17. Vývoj běžného účtu platební bilance za první tři čtvrtletí v roce 2014.</i>	58
<i>Obr. 18. Vývoj měnového páru EUR/CZK za leden 2015</i>	63
<i>Obr. 19. Vývoj měnového páru EUR/USD v roce 2015. (Citfin).</i>	64
<i>Obr. 20. Podíl exportu v zahraničí a v tuzemsku v kilotunách za rok 2013</i>	65
<i>Obr. 21. Klíčoví odběratelé v Evropské unii v roce 2013.</i>	66
<i>Obr. 22. Podíl nakupovaného vstupního materiálu za rok 2013</i>	67
<i>Obr. 23. Otevřená krátká pozice v USD v procentním vyjádření za období 2011 – 2013</i>	68
<i>Obr. 24. Otevřená dlouhá pozice v EUR v procentním vyjádření za období 2011 – 2013.</i>	68

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1. Kurzové zisky a ztráty za období let 2011 – 2013.</i>	<i>46</i>
<i>Tab. 2. Ukazatele zadluženosti v podniku.....</i>	<i>47</i>
<i>Tab. 3. Ukazatele rentability v podniku.....</i>	<i>48</i>
<i>Tab. 4. Ukazatele aktivity v podniku.....</i>	<i>49</i>
<i>Tab. 5. SWOT analýza podniku</i>	<i>50</i>
<i>Tab. 6. Vývoj měnově-politických nástrojů ČNB.....</i>	<i>61</i>
<i>Tab. 7. Parametry produktu Forward</i>	<i>75</i>
<i>Tab. 8. Parametry produktu Opce</i>	<i>76</i>
<i>Tab. 9. Parametry produktu Risk Reversal (Collar).....</i>	<i>77</i>
<i>Tab. 10. Parametry produktu Evropský forward plus (Forward extra)</i>	<i>79</i>
<i>Tab. 11. Vyhodnocení forwardových operací.....</i>	<i>83</i>
<i>Tab. 12. Vyhodnocení devizových opcí.....</i>	<i>84</i>
<i>Tab. 13. Vyhodnocení Risk Reversal (Collar)</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 14. Vyhodnocení Evropského forwardu plus(Forward extra).....</i>	<i>87</i>

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Vertikální a horizontální analýza aktiv

Příloha P II: Vertikální a horizontální analýza pasiv

Příloha P III: Vertikální a horizontální analýza výnosů

Příloha P IV: Vertikální a horizontální analýza nákladů

PŘÍLOHA P I: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV

v tis. Kč	2011	2012	2013	Vertikální analýza			Horizontální analýza	
				2011	2012	2013	2011/2012	2012/2013
AKTIVA CELKEM	18 008 309	17 300 581	22 225 601	100,00%	100,00%	100,00%	-3,93%	28,47%
Dlouhodobý majetek	6 906 953	7 351 890	8 294 703	38,35%	42,50%	37,32%	6,44%	12,82%
DNM	37 831	28 316	11 302	0,21%	0,16%	0,05%	-25,15%	-60,09%
DHM	25 869	30 372	29 545	0,14%	0,18%	0,13%	17,41%	-2,72%
DFM	6 843 253	7 293 202	8 253 856	38,00%	42,16%	37,14%	6,58%	13,17%
Oběžná aktiva	11 092 317	9 913 233	13 909 079	61,60%	57,30%	62,58%	-10,63%	40,31%
Zásoby	495 570	368 124	333 281	2,75%	2,13%	1,50%	-25,72%	-9,47%
Dlouhodobé pohledávky	60 059	58 546	15 784	0,33%	0,34%	0,07%	-2,52%	-73,04%
Krátkodobé pohledávky	9 239 606	7 912 559	7 860 554	51,31%	45,74%	35,37%	-14,36%	-0,66%
KFM	1 296 686	1 574 004	5 699 460	7,20%	9,10%	25,64%	21,39%	262,10%
Časové rozlišení	9 039	35 458	21 819	0,05%	0,20%	0,10%	292,28%	-38,47%

PŘÍLOHA P II: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV

v tis. Kč				Vertikální analýza			Horizontální analýza	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011/2012	2012/2013
PASIVA CELKEM	18 008 309	17 300 581	22 225 601	100,00%	100,00%	100,00%	-3,93%	28,47%
Vlastní kapitál	10 680 488	9 668 655	12 647 691	59,31%	55,89%	56,91%	-9,47%	30,81%
Základní kapitál	3 157 000	3 157 000	3 157 000	17,53%	18,25%	14,20%	0,00%	0,00%
Rezervní fond	631 400	631 400	631 400	3,51%	3,65%	2,84%	0,00%	0,00%
VH minulých let	4 495 327	5 880 255	6 892 088	24,96%	33,99%	31,01%	30,81%	17,21%
VH běžného uč. Období	1 384 928	1 011 833	1 967 203	7,69%	5,85%	8,85%	-26,94%	94,42%
Cizí zdroje	8 300 001	6 588 827	9 563 230	46,09%	38,08%	43,03%	-20,62%	45,14%
Rezervy	4 360	8 987	3 197	0,02%	0,05%	0,01%	106,12%	-64,43%
Dlouhodobé závazky	2 824		1 650 000	0,02%	0,00%	7,42%	-100,00%	
Krátkodobé závazky	7 192 762	5 479 751	7 060 033	39,94%	31,67%	31,77%	-23,82%	28,84%
Bankovní úvěry a výpomoci	1 100 055	1 100 089	850 000	6,11%	6,36%	3,82%	0,00%	-22,73%
- BÚ dlouhodobé	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- BÚ a fin. výp. krátk.	1 100 055	1 100 089	850 000	6,11%	6,36%	3,82%	0,00%	-22,73%
Časové rozlišení	39 653	31 266	14 680	0,22%	0,18%	0,07%	-21,15%	-53,05%

PŘÍLOHA P II: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ

v tis. Kč				Vertikální analýza			Horizontální analýza	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011/2012	2012/2013
Výnosy celkem	62 788 851	67 099 280	64 547 569	100,00%	100,00%	100,00%	6,86%	-3,80%
Tržby za prodej zboží	61 254 381	65 335 525	60 038 524	97,56%	97,37%	93,01%	6,66%	-8,11%
Výkony	637 042	656 255	624 835	1,01%	0,98%	0,97%	3,02%	-4,79%
Tržby z prodeje DM a materiálu	3 771	3 760	8 319	0,01%	0,01%	0,01%	-0,29%	121,25%
Ostatní provozní výnosy	80 389	33 135	63 244	0,13%	0,05%	0,10%	-58,78%	90,87%
Tržby z prodeje CP a podílů	163	281 242	2 946 837	0,00%	0,42%	4,57%	172441,10%	947,79%
Výnosy z DFM	7 989	71 710	20 588	0,01%	0,11%	0,03%	797,61%	-71,29%
Výnosové úroky	9 076	13 044	2 703	0,01%	0,02%	0,00%	43,72%	-79,28%
Ostatní finanční výnosy	796 040	704 609	842 519	1,27%	1,05%	1,31%	-11,49%	19,57%

PŘÍLOHA III: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA NÁKLADŮ

v tis. Kč				Vertikální analýza			Horizontální analýza	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011/2012	2012/2013
Náklady celkem	65 487 049	61 797 298	63 517 961	100,00%	100,00%	100,00%	-5,63%	2,78%
Náklady na zboží	62 780 996	58 719 889	57 576 511	95,87%	95,02%	90,65%	-6,47%	-1,95%
Výkonová spotřeba	986 140	996 848	1 008 827	1,51%	1,61%	1,59%	1,09%	1,20%
Osobní náklady	376 325	378 550	383 890	0,57%	0,61%	0,60%	0,59%	1,41%
Daně a poplatky	-7 555	758	8 982	-0,01%	0,00%	0,01%	-110,03%	1084,96%
Odpisy DHM a DNM	21 761	21 057	20 687	0,03%	0,03%	0,03%	-3,24%	-1,76%
ZC prodaného DM a materiálu	1 095	2 141	9 187	0,00%	0,00%	0,01%	95,53%	329,10%
Změna stavu rezerv, ...	36 074	-134 954	11 176	0,06%	-0,22%	0,02%	-474,10%	-108,28%
Ostatní provozní náklady	102 161	392 083	597 238	0,16%	0,63%	0,94%	283,79%	52,32%
Prodané CP a podíly	407	275 525	3 062 395	0,00%	0,45%	4,82%	67596,56%	1011,48%
Nákladové úroky	22 076	18 213	32 487	0,03%	0,03%	0,05%	-17,50%	78,37%
Ostatní finanční náklady	817 317	832 238	448 198	1,25%	1,35%	0,71%	1,83%	-46,15%
Daň z příjmu (splatná + odložená)	350 252	294 950	358 383	0,53%	0,48%	0,56%	-15,79%	21,51%