

Projekt minimalizace kursových ztrát efektivním řízením devizových rizik firmy LINE s.r.o.

Bc. Matúš Gaborčík

Diplomová práce
2008



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

kópia zadania s. 1

kópia zadania s. 2

ABSTRAKT

Diplomová práce pojednává o problematice devizových rizik a jejich úspěšném řízení v prostředí právnické osoby jakožto devizového subjektu účastnícího se transakcí na mezinárodním finančním trhu. Důraz je kladen na kvantifikaci devizových rizik obecně, nicméně její praktická část je věnována detailnímu zpracování předkládané problematiky v podobě analýzy devizové pozice reálné společnosti a přidružených účinků majících vliv na související účty hlavní účetní knihy (56 kursové ztráty a 66 kursové zisky). Stěžejním bodem je projektová aplikace vhodných instrumentů s cílem minimalizace ztrát ze zahraničně obchodných operací. Práce má v době, kdy od pádu Bretonwoodského mezinárodního měnového systému uplynuli téměř čtyři a současně od vstupu české ekonomiky do tržního hospodářství necelé dvě dekády nadále nečinným subjektům zejména z kategorie malých a středních podniků připomenout postupy nevyhnutné k efektivní participaci na mezinárodní směně obchodu a služeb. Autor věří, že čtení zpracovaného projektu pomůže s objasněním důsledků a způsobů řízení devizového rizika a bude tím pro čtenáře, byť především tuzemské firmy, užitek.

Klíčová slova: devizová rizika, kursové ztráty, devizový trh, hedging, měnové deriváty

ABSTRACT

The master thesis describes the area of forex (FX) risks and their effective management in a company as a subject making transactions within the international financial market. The emphasis is laid down on FX risks general quantification, nevertheless the practical part deals with the problem solution in form of a currency position analysis and its direct effects on income statement accounts (56 Currency Losses and 66 Currency Gains). The main part includes projected implementation of appropriate instruments helping to avoid losses from foreign trade transactions. Now, after nearly four decades since the Bretton Woods Monetary System Collapse and almost two decades since the Czech transition towards market economies, thesis offers a beneficial insight into the effective international trade participation. Author hopes that reading through this project will help to understand principles and techniques making forex risks management valuable, mostly for native SME companies still not maintaining any strategy in the field.

Keywords: forex risks, foreign exchange losses, forex market, hedging, currency derivatives

Vyjadrujem poďakovanie svojmu vedúcemu, doc. Milošovi Král'ovi, za motivačný impulz, ktorý mi jeho osobnosť sama o sebe poskytla, ako aj za penzum nezaplateľných znalostí obdržaných počas štúdia jeho predmetov.

Moja veľká vďaka patrí ďalej jednatel'ovi a tímu manažérov analyzovanej spoločnosti, bez ktorých ústretového prístupu by táto práca nikdy nevznikla.

Tiež ďakujem kolektívu Petra Andresena z ČSOB o indikácie, ktoré umožnili pretvorenie projektu do kvalitatívne vyššej úrovne.

OBSAH

PREDSLOV	8
I TEORETICKÁ ČASŤ	9
1 ÚVOD DO PROBLEMATIKY	10
1.1 PENIAZE VO SVETOVOM KONTEXTE	11
1.2 DEVÍZOVÝ TRH.....	15
1.2.1 Účastníci trhu	17
1.2.2 Štatistiky súčasného trhu	17
1.2.3 Faktory ovplyvňujúce devízový trh.....	18
2 FINANČNÉ RIZIKO	20
2.1 MENOVÉ RIZIKO OBECNE.....	21
2.2 IAS 21 (TRANSLAČNÉ RIZIKO)	23
2.2.1 Metóda súčasného kurzu	25
2.2.2 Metóda pomerovacia	25
2.2.3 Praktická aplikácia štandardu IAS 21 (vlastný príklad).....	26
2.3 TRANSAKČNÉ RIZIKO.....	29
2.3.1 Ekonomicko-hospodárske subriziko	29
2.3.2 Geograficko-politické subriziko.....	30
2.3.3 Ratingové modely rizikovosti krajín.....	31
3 ANALYTICKÉ A PREDIKČNÉ METÓDY DEVÍZOVÉHO TRHU	33
3.1 NETRADIČNÉ PRÍSTUPY.....	33
3.1.1 Predikčné trhy.....	33
3.1.2 Matematicko-štatistické modely.....	34
3.1.3 Excesívne teórie	36
3.2 TRADIČNÉ PRÍSTUPY	37
3.2.1 Fundamentálna analýza	37
3.2.2 Technická analýza	39
3.2.3 Psychologická analýza.....	41
4 NÁSTROJE A METÓDY K ELIMINÁCIÍ KURZOVÝCH STRÁT	42
4.1 JEDNODUCHÉ ZAISŤOVACIE PRAKTIKY.....	42
4.2 POKROČILÉ METÓDY DEVÍZOVÉHO ZAISTENIA	44
4.2.1 Forward	45
4.2.2 Futures	46
4.2.3 Opcie	46
II ANALYTICKÁ ČASŤ	48
5 FINANČNÁ ANALÝZA SPOLOČNOSTI LINE S.R.O. (2007)	49
5.1 ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O PODNIKU	49
5.1.1 Teritoriálna štruktúra tržieb.....	51
5.2 FINANČNÉ UKAZATELE	52
5.2.1 Orientačné ukazatele	52

5.2.2	Pomerové ukazatele výkonnosti.....	53
5.3	ANALÝZA DEVÍZOVEJ POZÍCIE	55
5.3.1	Prístup firmy k riadeniu menového rizika.....	55
5.3.2	Východiská a závery analýzy devízovej pozície	56
6	ANALÝZA VÝVOJA EKONOMIKY ČR A EMÚ (EÚ-15).....	58
6.1	HDP	58
6.1.1	Vývoj v ČR.....	58
6.1.2	Vývoj v Eurozóne.....	59
6.2	INFLÁCIA	60
6.2.1	Vývoj v ČR.....	60
6.2.2	Vývoj v Eurozóne.....	61
6.3	NEZAMESTNANOSŤ	62
6.3.1	Vývoj v ČR.....	62
6.3.2	Vývoj v Eurozóne.....	63
6.4	PLATOBNÁ BILANCIA	64
6.4.1	Vývoj v ČR.....	65
6.4.2	Vývoj v Eurozóne.....	67
6.5	MENOVÝ PÁR CZK/EUR	68
6.5.1	Z posledných správ ekonomických serverov.....	69
III	PROJEKTOVÁ ČASŤ.....	71
7	PREHĽAD DOSTUPNÝCH ZAISŤOVACÍCH PRODUKTOV	72
7.1	PRODUKTOVÉ PORTFÓLIO ČSOB	72
7.1.1	Charakteristika forwardov VMF a ARF.....	73
7.1.2	Ďalšie informácie	74
7.2	SLUŽBY FINANCE INTERNATIONAL	74
7.2.1	Podrobnosti o produktoch a servise	74
8	PROJEKT MINIMALIZÁCIE KURZOVÝCH STRAT	75
8.1	KONCEPT ZVÝŠENIA FINANČNÉHO VÝSLEDKU HOSPODÁRENIA	75
8.1.1	Predikcia vývoja forex trhu u sledovaného menového páru	76
8.1.2	Voľba stratégie a zaisťovacích produktov	79
8.1.3	Implementácia finančných nástrojov.....	81
8.2	VYHODNOTENIE PROJEKTU	84
8.2.1	Finančný výsledok z kurzových operácii	84
8.2.2	Náklady a prínosy uplatnenej stratégie.....	85
	ZÁVER	86
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	87
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK.....	89
	ZOZNAM OBRÁZKOV	91
	ZOZNAM TABULIEK	92
	ZOZNAM PRÍLOH.....	93

PREDSLOV

Na našom území existuje rada podnikov, prevažne v podobe zahraničných filiálok alebo dcériných spoločností tuzemského pôvodu vo vlastníctve koncernov, ktoré sú riadené prísnou centralizovanou devízovou firemnou politikou. Tým sa nielenže úspešne eliminujú transakčné straty z exteritoriálneho pôsobenia, ale formou špekulácií sú dosiahnuteľné mimoriadne zisky. Naproti tomu podniky radiace sa obratom do kategórie malých a stredných podnikov využívajúce hedging sítě existujú, ale ich relatívny počet je podľa analýz bankových domov (naposledy napr. Citibank ČR) či agentúr (CzechTrade) v porovnaní s kategóriou veľkých podnikov podpriemerný. Príčinou nie je nedostupnosť zaist'ovacích finančných produktov na českom trhu, ale skôr nedostatok informovanosti či presvedčenia v otázke devízovej politiky. V období vyznačujúcim sa rastom cien výrobných faktorov v podobe energie a komodít, značným konkurenčným tlakom lacného dovozu z Ázie a neposledne aj kontinuálnym rastom českej ekonomiky odrážajúcim sa predovšetkým na intenzívnom spevňovaní koruny je rovnako segment SME nútený hľadať cesty k úsporám nákladov. Jednou z nich je nepochybne minimalizácia kurzových strát efektívnym riadením devízových rizík. Že jej prínosy sú evidentné, sa autor rozhodol jednoduchou formou demonštrovať na tejto diplomovej práci.

Úvodom sa čitateľ dozvie základné pojmy spojené s dnešným prostredím devízového trhu. Fyzické a právnické osoby (ale i štát) prichádzajúce na tento trh za účelom uskutočnenia obchodu, transakcie alebo účelnej špekulácie sú vystavovaní riziku (platí známy ekvivalent „risk je zisk“). Problematike rizík sa preto venuje hneď druhá kapitola. Riadenie rizika je postavené na správnom odhade budúceho vývoja a preto dnes existuje mnoho teórií, z ktorých tri najvýznamnejšie sú predstavené v ďalšej kapitole. Po úspešnom uskutočnení takéhoto odhadu sa pristupuje k aplikácii inštrumentov opísaných v kapitole štyri, uzatvárajúcej teoretický blok. Po osvojení si poznatkov autor následne sprevádza čitateľa pri analýze makro a mikro prostredia z pohľadu kurzového rizika. Táto analýza posluží ako východisko k najdôležitejšej časti práce, ktorou je vlastný projekt minimalizácie kurzových strát u obchodnej spoločnosti. Jeho realizácia je opísaná v nejednom kroku, ktorý je obsahovo štruktúrovaný. Východiskom k spracovaniu celej práce sú bezpodmienečne poznatky nadobudnuté počas magisterského štúdia kombinované spoluprácou s reálnou obchodnou spoločnosťou úvadzanou pod pracovným názvom LINE s.r.o.

I. TEORETICKÁ ČASŤ

1 ÚVOD DO PROBLEMATIKY

Samotný predmet skúmania predpokladá osvojenie si niekoľko súvislostí a pojmov, s ktorými táto práca operuje. Jedná sa v prvom rade o bežnú terminológiu vo svete financií, ďalej platné ekonomické teórie a východiskové metódy, bez ktorých by nebolo možné formulovať závery. Z kvanta dostupného materiálu sa práca obmedzí na to, čo autor považoval za tematicky najvhodnejšie. Často používané spojenia budú vyjadrené skratkami, ktorých zoznam je explicitne k dispozícii na konci práce.

Devízové riziká a devízový trh obecne je úzko naviazaný na makroekonomické agregáty a funkciu peňazí v obehú, čím zaujíma pozíciu komplexného celku agregujúceho ostatné dielčie subsystémy svetového finančného trhu. Táto hierarchia je ostatne badateľná i v znalostných požiadavkách nevyhnutných k pochopeniu fungovania menového trhu.

1.1 Peniaze vo svetovom kontexte

Peniaze odjakživa slúžia spoločnosti ako prostriedok smeny. Ich význam je spojený s nástupom tržného hospodárstva a vznikom trhu. Na počiatku sa objavujú ako podpora barteru¹ vo forme mušlí, kamienkov, textílií alebo iného druhu platidla. Neskôr sa vyprofilovali ako samostatná kategória tovaru plniaca funkciu všeobecného ekvivalentu, čo znamená možnosť ich bezprostrednej zmeny v požadovanom množstve za akýkoľvek druh iného tovaru. O podstate peňazí a ekvivalentnosti polemizoval aj Aristoteles, keď vyslovil známy výrok „Zmena nie je možná bez rovnosti a rovnosť bez súmeriteľnosti“. Aby sa mohlo v súčasnosti o danom médiu vôbec hovoriť ako o peniazoch, musia byť splnené aspoň tieto jeho základné vlastnosti;

- kvalitatívna rovnorodosť (zaistenie totožnosti v obehu)
- nosič vysokej hodnoty (disponibilita oceniť drahý tovar v zmennej hodnote)
- deliteľnosť (schopnosť zaistiť bezproblémovú smenu v požadovanej miere)
- fyzická a chemická stálosť (úschovateľnosť hodnoty v čase, tezaurovateľnosť)

Samozrejme vývoj peňazí nebol tak jednoduchý, ako by sa na prvý pohľad mohlo zdať. Za zatiaľ najvhodnejší druh hmotného platidla spĺňajúci uvedené kritéria sú považované kovové mince a bankovky. Nutné podotknúť, že tieto peniaze obiehajúce v národnom obehu nemajú vnútornú hodnotu odpovedajúcu uvedenému nominálu. Platné mince sú totiž v drvivej väčšine pre splnenie podmienky tezaurovateľnosti legurované alebo sú iba druhom umeleckej razby vhodných kovových zliatin. Rovnako bankovky dnes nemajú vnútornú hodnotu vyššiu, ako je cena špeciálneho papiera, na ktorom sú emitované. Ako ukážu nasledujúce riadky, nie sú už kryté zlatom ani žiadnym reálnym aktívom. Tento jav, keď sa vnútorná hodnota peňazí nestotožňuje s ich vonkajšou hodnotou, je pre finančný trh charakteristický od čias vzniku inflácie. Vtedy bola zrejme vedome porušená rovnica filozofa škótskeho pôvodu, Davida Huma, určujúca množstvo peňazí v obehu, v odbornej literatúre známa ako „kvantitatívna teória peňazí“. Za otca inflácie je považovaný ekonóm John Law, paradoxne takisto škót, ktorý za účelom stimulu mocensky a ekonomicky zničenému Francúzsku navrhol emitovať papierové peniaze garantované vtedajším panovníkom, kráľom

¹ obchod, pri ktorom sa zmena uskutočňuje priamou výmenou tovaru za tovar (napr. sliedka za 10 ks vajec)

Ľudovítom XIV (viď príloha I). Ako minister financií sa Law ďalej zaslúžil o realizáciu myšlienky založenia centralizovanej štátnej finančnej inštitúcie, de facto cedul'ovej banky, ktorá by mala v oblasti spravovania národných financií (vrátane peňažnej emisie, daňovej politiky, dohľadom nad kapitálovým trhom a obchodu) monopol. Nutné dodať, že systém prvých papierových peňazí sa pre neschopnosť krytia reálnym aktívom (zlato, striebro alebo pôda) a následnú nedôveru obyvateľstva zakrátko zrútil, spôsobujúc tým pasívnu ekonomickú vlnu naprieč Európou.

Štandard papierových peňazí však nevymrel, ale používa sa dodnes. Primárnou príčinou bolo, že bimetalická emisia zlata a striebra sa javila stále nákladnejšia a vôbec ťažkopádna, čo viedlo k rozhodnutiu, že v obehu nakoniec nebudú obiehať plnohodnotné peniaze, ale iba ich znaky. Svoje opodstatnenie štandard nachádza i v súvislosti s dávnyim rozvojom medzinárodného obchodu. Pri hľadaní spôsobu ochrany peňazí „na cestách“ vynášli v stredoveku talianski kupci zmenky². O niečo neskôr začali banky v Anglicku nezávisle na tom využívať certifikované dokumenty oprávňujúce ich majiteľa k nároku na depot. Spolu s uvedeným príkladom francúzskej ekonomiky 18. storočia tak možno okrem kovovej formy peňazí hovoriť o papierovej, resp. úverovej emisii. Podľa svojho pôvodu sa ďalej klasifikuje na;

- obchodne úverovú emisiu (cudzia zmenka a jej indosament)
- bankovo úverovú emisiu (cudzia zmenka a jej eskont, depozitné certifikáty)
- rozpočtovo úverovú emisiu (štátne obligácie)

Pre demonetizáciu drahých kovov v priebehu minulého storočia sa vo forme svetových peňazí dnes vyskytuje iba emisia krytá tovarom, úverom alebo kombinovaná. Keďže však táto forma nie je na rozdiel od predtým používaného zlata účinná (prítomnosť inflácie), vyskytujú sa v menových sústavách kontinuálne poruchy vyžadujúce si pozornosť kompetentných orgánov, na čele s centrálnou bankou.

Súbor jednotlivých foriem peňazí (mince, bankovky, štátovky, šeky a zmenky, atď.) vystupujúcich v národnom hospodárstve ako všeobecný ekvivalent sa označuje termínom mena. Býva upravená príslušnou legislatívou.

² cenný papier splňujúci predpísané náležitosti zákona, v ČR Z. č. 191/1950 Sb - Zákon směnečný a šekový

Stanovením určitého množstva peňazí a jeho označením sa hovorí o pojme menová jednotka. Tá je spravidla základná a dieľčia, o stanovenom výmennom pomere (napr. 1 denár = 10 asov, 1 koruna = 100 halierov). Potreba kvantitatívneho vymedzenia menovej jednotky sa dostáva do popredia v momente zrušenia rovnosti medzi hmotnostným obsahom menovej jednotky a vlastnou hmotnostnou jednotkou (prípád britskej libry).

Kompaktný celok jednotlivých foriem meny, ich vzájomných vzťahov a zákonom etablovaných princípov fungovania na území ekonomického celku sa označuje ako menová sústava. V rámci tejto menovej sústavy existuje systém menových kurzov, ktorý umožňuje vzájomnú smenu mien jednotlivých národných ekonomík.

V zásade je vo svete za svoje historické pôsobenie pozorovaný v dvoch formách;

- systém pevných menových kurzov
- systém pohyblivých menových kurzov

Systém pevných menových kurzov bol typický pre obdobie 1848 až 1914 (resp. 1972 s modifikáciou u BWMS), v čase tzv. zlatého štandardu³. Od roku 1972, teda od rozpadu usporiadania menových kurzov z Bretton Woods, je verejnosť svedkom účinkov systému pohyblivých menových kurzov. Každý z dvojice systémov nesie svoje klady i zápory. Tak napríklad Miloš Král⁴ vymedzuje nasledujúce silné a slabé stránky jednotlivých systémov;

Tab. 1 Charakteristika systémov pevných a pohyblivých menových kurzov

	Silné stránky	Slabé stránky
Pevné menové kurzy	Presné a stabilné kalkulácie exportne orientovaných subjektov a štátu	Neefektívnosť až neúčinnosť intervencií CB na devízovom trhu
	Prehľadnosť, stabilita a bezporuchovosť finančného trhu	Značné požiadavky na devízové rezervy pre prípad výpadku platobnej bilancie
	Znemožnenie prelievania inflácie medzi ekonomikami	Obmedzený hospodársky rast krajiny daný riadením vnútornej rovnováhy

³ celkom sa rozoznávajú štyri druhy tohto štandardu - zlaté mince, zlaté zliatky, zlaté a dolárové devízy

⁴ KRÁL, M., Mezinárodní finance, 2006. str. 163 - 165.

Pohyblivé menové kurzy	Rýchlejšie vyrovnanie platobnej bilancie	Manipulovateľnosť trhom špekulantmi, fenomén tzv. hot money
	Teoretická nepotrebnosť CB disponovať devízovými rezervami	Prelievanie inflácie z vyspelej ekonomiky do celého systému
	Možnosť realizácie mimoriadnych ziskov (za cenu mimoriadneho rizika)	Nemožnosť presných kalkulácií vplyvom neustálych zmien menových kurzov

Teoreticky sa má zmenný (menový) kurz odvíjať od Teórie parity kúpnej sily (ang. PPP). Ta určuje, že náklady vybraného výberu tovaru a služieb (napr. bochník chleba, kilowatt energie) majú byť na rovnakej úrovni v každej krajine. Takže ak dôjde k zvýšeniu cenovej hladiny v nejakom štáte, jeho mena je povinná devalvovať, aby sa hladiny PPP vzájomne vyrovnali. Pre obyvateľov tejto krajiny to inak znamená, že minú viac peňazí za ten istý druh tovaru v zahraničí, pretože ich mena oslabil. V skutočnosti však táto teória neplatí, pretože dnešný finančný trh je miestom špekulácií. Finančné inštitúcie, podniky a bohatí jednotlivci vyhľadávajú meny s vysokou úrokovou mierou za účelom zhodnotenia ich majetku alebo realizujú krátkodobé ziskové obchody postavené na očakávanom zhodnocovaní danej meny. Preto práve špekulácie na rozdiel od PPP hýbu menovým kurzom. Ostatne, 95 % všetkých menových transakcií je dnes čisto špekulatívneho charakteru, neprisluhujúcich obchodu.

Plných 25 rokov po II. svetovej vojne boli hladiny väčšiny svetových mien fixované voči americkému doláru (napr. v období 1946-1967 $£1.00 = \$2.80$) a dolár bol fixovaný voči zlatu ($\$1.00 = 1/35 \text{ Oz}$). Tento systém dostal pomenovanie „zlatá konvertibilitnosť“ a stanovené pevné menové kurzy sa mohli meniť iba so súhlasom IMF. Fixovanie voči doláru skončilo rokom 1971, keď pre vysokú infláciu už FED nemal dostatok zlata pre garantovanie svojej meny.

Od r. 1970 tak existuje systém pohyblivých menových kurzov a menový kurz je výhradne determinovaný hladinou dopytu a ponuky po mene na devízovom trhu. V prípade, že je na trhu viac kupujúcich ako predávajúcich, cena (kurz) danej meny posilňuje a naopak. Ak nastane situácia, že na seba narazia dve danou inštitúciou nekótované meny, môže sa pre stanovenie vzájomného zmenného pomeru využiť tzv. transportnej meny. Je ňou spravidla americký dolár alebo euro a obecně sa hovorí o tzv. krížovom kurze. U nás sa používa obvykle tzv. nepriama kotácia, t.j. množstvo domácej meny za jednotku zahraničnej meny.

Pohyby menových kurzov nepredstavujú pre väčšinu krajín Európy od prijatia spoločnej meny (2002) vzájomný problém, avšak samotné euro naďalej fluktuuje voči doláru, jenu, či iným menám.

Cenu svojej meny sa niekedy snažia upraviť i vlády formou intervencií. Nakupujú domácu menu za účelom jej zhodnotenia a naopak realizujú jej predaj (výmenu za devízy) za účelom oslabenia. Americký ekonóm Milton Freedman túto politiku povýšil na vhodnú stabilizačnú stratégiu, keď odporúčal CB, ako vysoko informovanému účastníkovi trhu, nakupovať meny pred revalváciou a tým realizovať dodatočný spreadový zisk. Táto metóda však mala svojich odporcov, pretože CB je špecifický subjekt, ktorý na rozdiel od bežného účastníka nemôže v prípade neúspešných operácií skrachovať. Navyše špekulanti⁵ majú oveľa väčšie zásoby devíz než bývajú rezervy centrálnej banky, čím sa účinnosť intervencií na devízovom trhu ako samostatného nástroja monetárnej politiky stáva v súčasnosti značne limitovaná a obvykle i neefektívna.

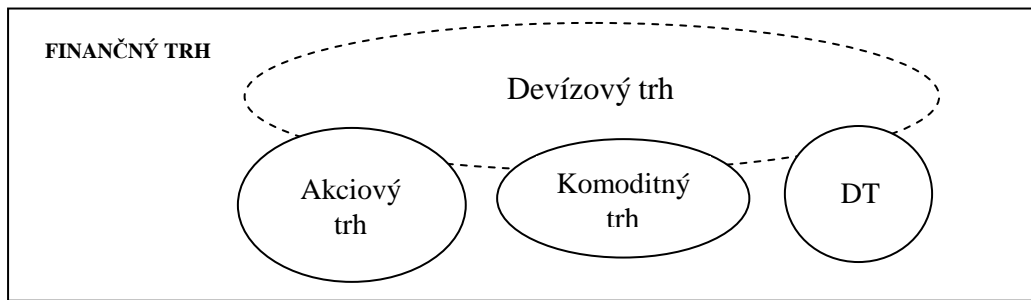
1.2 Devízový trh

Devízový (tiež menový, forex, FX) trh je najväčším a najplynulejším subsystémom globálneho finančného trhu na svete. Výška jeho denného obratu v tradičnej podobe dosahuje hodnotu 3.2 biliónov USD (obr.2), čo niekoľkonásobne prevyšuje obrat na americkom trhu akcií aj dlhopisov dohromady. Hodnota nezahŕňa obrat derivátového menového trhu, ktorý predstavuje ďalších 2.1 biliónov USD denne. Forex je svojou povahou OTC trhom, nie je miestne lokalizovaný a vzhľadom k neexistencii fyzického sídla môže fungovať 24 hodín denne 5 dní v týždni. Pre svoju povahu sa považuje za trh najbližší k teorému dokonalej konkurencie.

Vďaka svojej podstate devízový trh ako jediný vytvára doplnok k ostatným subsystémom finančného trhu. Každý kupujúci či predávajúci účastník transakcií s akciami, komoditami, dlhopismi alebo ich derivátmi prichádza zároveň do styku s menou, na ktorú je kontrakt vystavený. V prípade, že je táto zahraničná (najčastejšie USD či EUR), automaticky konfrontuje i riziko devízového trhu. Preto je menový trh najrozšírenejším subsystémom.

⁵ napr. George Sörös, ktorý v r. 1992 na obrovskej špekulácii zarobil 1 mld. dolárov, položil britskú libru a destabilizoval celý európsky finančný trh

Obr. 1 Postavenie devízového trhu v rámci globálneho finančného trhu

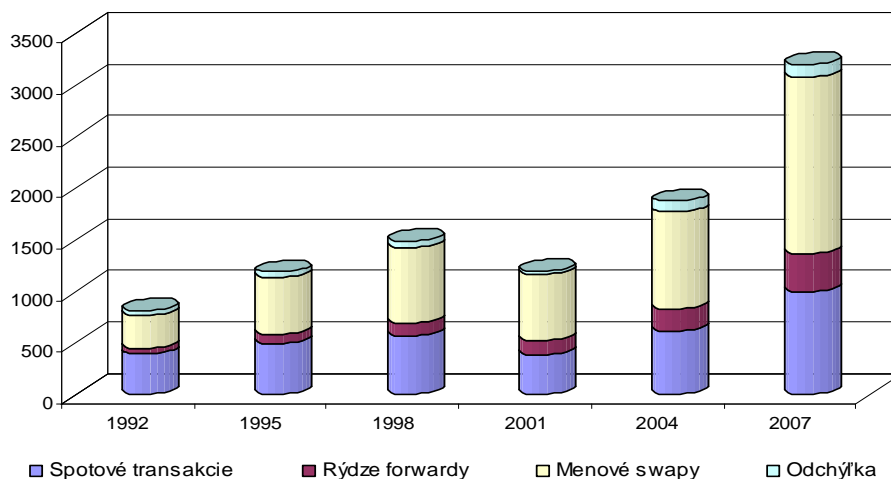


Poznámky: DT - dlhopisový trh; bubliny odrážajú relatívnu veľkosť jednotlivých subsystémov

Zdroj: Wikipedia (vlastné spracovanie)

Menový trh zažíva z roka na rok intenzívnejší rast. Ako uvádza výskum finančného trhu organizovaný každé tri roky švajčiarskou BIS, globálny obrat na trhu forex zaznamenal od Apríla 2004 neočakávaný 71 % nárast. Banka tento vývoj prisudzuje nárastu celkového počtu transakcií bánk a ostatných finančných inštitúcií spätý s nárastom hedgových fondov a diverzifikáciou portfólií inštitucionálnych, dlhodobo orientovaných investorov (penzijné fondy). Druhým dôvodom je nárast v obrate menového trhu emerging markets ekonomík⁶, ktorých je v súčasnosti vo svete 25 (MSCI), resp. 28.

Obr. 2 Globálny obrat tradičného forex trhu v mld. USD (bez ďalších derivátov)



Zdroj: BIS Quarterly Review, December 2007 (vlastné spracovanie)

⁶ pojem pre industrializované regióny sveta, kde sa očakáva alebo už prebieha hospodársky rozkvet

1.2.1 Účastníci trhu

Účastníkov menového trhu možno rozdeliť do niekoľkých základných skupín. Istá dynamická stredoeurópska brokerská spoločnosť⁷, uvádza túto ucelenú klasifikáciu;

- istiace sa subjekty (hedgers)

V tejto skupine prevládajú podniky zaoberajúce sa exportom a importom, prípadne financované v cudzích menách, ktorých cieľom je obmedzenie menového rizika. Väčšinou sa jedná o stredne veľké a veľké firmy, ktoré obchodujú so zahraničím, v poslednej dobe však vzhľadom k rastu zahraničného zadĺženia fyzických osôb možno do tejto skupiny započítať tiež súkromných investorov.

- špekulanti (speculators)

Radia sa medzi ne ako firmy tak i fyzické osoby investujúce prostriedky za účelom zisku z rozdielu cien termínových kontraktov.

- arbitrážni makléri (arbitraders)

Do tejto kategórie patria investori s veľkým kapitálom, ktorí uzatvárajú transakcie na minimálne dvoch trhoch, aby tým využili kurzových rozdielov. Príkladom sú vlastníci hedgových fondov, tzv. private investors.

- tvorcovia trhu (market makers)

Jedná sa o inštitúcie prevádzkujúce sprostredkovanie pri obchodovaní na menovom trhu v transakciách medzi špekulantmi a istiacimi sa subjektmi. Typickými príkladmi sú banky, brokeri, menoví dealeri, prípadne internetové obchodné platformy.

Účastníkov možno ďalej rozlišovať podľa rôznych kritérií; napr. na subjekty štátne (vládne, komunálne), subjekty právnického (obchodné spoločnosti, banky a iné finančné inštitúcie - okrem CB) a fyzického charakteru (OSVČ, zamestnaní, majetní nezamestnaný).

1.2.2 Štatistiky súčasného trhu

Hoci forex nie je lokalizovaný, z hľadiska koncentrácie obchodov možno hovoriť o akýchsi centrách devízového obchodu. Vo svete je takýmto finančným uzlom dlhodobo Londýn

⁷ XTB Brokers Česká Republika (www.xtb.cz)

nasledovaný USA a Švajčiarskom (resp. Francúzskom u OTC derivátového trhu). Podľa objemu sú najčastejšie obchodujúcimi účastníkmi devízového trhu banky v nasledujúcom poradí⁸; Deutsche Bank (19,3 %), UBS AG (14,85 %) a Citi (9 %). Čo sa samotných mien týka, najviac transakcií sa realizuje v amerických dolároch (86,3 %), ďalej eurách (37 %) a jене (16,5 %). Z toho sú dnes podľa BIS na spotovom trhu⁹ najobchodovanejšími produktmi páry EUR / USD (28 %), USD / JPY (18 %) a GBP / USD (14 %).

1.2.3 Faktory ovplyvňujúce devízový trh

Tak intenzívne interakcie dopytu a ponuky, aké existujú u forex trhu, nezažíva žiadny iný trh. Na celý subsystém pôsobí navyše rada faktorov ovplyvňujúcich neustále sa meniacu cenu (kurz) sledovanej meny. Patria tu predovšetkým;

- ekonomické faktory
- politické faktory
- psychologické faktory

Medzi ekonomické faktory sa radí fiškálna a monetárna politika štátu, hospodárska kondícia a ostatné indikátory krajiny.

Fiškálna politika zahŕňa riadenie vládnych výdajov (čo má vplyv jednak na rozpočet, jednak na GDP krajiny) a daňovú politiku. Monetárna politika operuje predovšetkým s množstvom peňazí v obehú (napr. cez RRR), operáciami na voľnom trhu a stanovením úroveň úrokových sadzieb. Úrokové sadzby majú takisto nepriamoúmerný vplyv na infláciu (cenu peňazí) v krajine.

Hospodárska kondícia sleduje prebytok či deficit rozpočtu (tzv. interný dlh), úroveň a trendy platobnej bilancie (konkurencieschopnosť krajiny), výšku a trendy inflácie a celkový stav GDP ako makroekonomického agregátu. Ďalšie indikátory sú napr. nezamestnanosť v krajine, maloobchodné tržby, využívanie výrobných kapacít a pod. Obecne platí, že zväčšujúci sa verejný deficit, pasívna platobná bilancia, zvyšujúca sa inflácia a pokles GDP má

⁸ The Euromoney FX survey: Top 10 Currency Traders % of overall volume, May 2007.

⁹ trh, kde sa transakcie realizujú do dvoch pracovných dní (napr. zmena valút alebo pohyby na bežnom účte)

za následok znehodnocovanie (devalváciu) národnej meny. Naopak, čím je ekonomika zdravšia, tým je väčší predpoklad následného rastu a jej mena posilňuje (revaluje).

Politické faktory - vnútroštátne, regionálne i medzinárodné udalosti (voľby, zvraty, atď.) - majú jednoznačný účinok na stabilitu devízového trhu. V prípade politických šokov (zvrhnutie moci, preorientovanie vlády v hospodárskych otázkach a i.) sa situácia okamžite premieta do ceny národnej meny, dokonca môže viesť k spomaleniu celej ekonomiky (pokles ratingu krajiny, pokles FDI). Pri výraznej hospodárskej prepojenosti so susediacimi štátmi dokážu udalosti zasiahnuť celý región.

O psychologických faktoroch sa dá zmieniť ako o vyzorovaných okolnostiach, ktoré zákonite existujú, napr.:

- príťažlivosť bezpečnej meny (investori uprednostňujú silnú a stabilnú menu)
- dlhodobé trendy (hospodársky cyklus je čitateľnejší než krátkodobé seancie)
- „kupuj fámu, predaj fakt“ (vyhľadávanie podhodnotenej / nadhodnotenej meny)
- fenomén čísel (vysielané hodnoty ekonomických indikátorov krátkodobovo ovplyvňujú náladu na trhu)
- tradingové úvahy (skúmanie formácií, odhaľovanie vzorov - technická analýza)

Osobitným psychologickým prvkom sa javia špekulácie. Vo svete sa pravidelne diskutuje o postavení hedgových fondov, ako potenciálne najväčších manipulátorov finančného trhu. Existujú dva tábory v tejto otázke. Milton Freedman a ďalší ekonómovia vidia prínos týchto fondov v tom, že prenášajú riziko od tých, čo majú voči nemu averziu k tým, čo ho vyhľadávajú. Naproti tomu stoja odporcovia profesionálnych fondov, ktorí vnímajú ich menovo-taktické špekulácie za vysoko podozrivé aktivity. Zatiaľ čo investície do klasických nástrojov finančného trhu, akými sú dlhopisy či akcie, pomáhajú touto kapitálovou injekciou rozhybať danú ekonomiku, investície do veľkých hedgových fondov sa podľa tejto skupiny ekonómov javí ako čistý hazard v rozpore so všeobecnými zásadami ekonomickej politiky. Vo svete sa preslávil doteraz neobjasnený prípad malajského prezidenta Mahathira Mohamada, ktorý z devalvácie malajského ringgitu (1997) obvinil u IMF práve Georga Sörösa, ale aj prípad švédskej krony, kedy musela švédska CB z dôvodu špekulácie krátkodobovo zdvihnúť úrokové sadzby na 150 % (1992). Jediný determinant hladiny menových kurzov tak ostáva chovanie nielen relatívnej väčšiny (kvantita), ale i najväčších (kvalita) účastníkov trhu.

2 FINANČNÉ RIZIKO

Finančné riziko je obecné definované ako potenciálna finančná strata subjektu, tzn. strata neočakávaná. Každá finančná strata znižuje hodnotu (kapitál) inštitúcie. Jozef Jílek, vrchný odborník ČNB, definuje šesť hlavných kategórií finančných rizík a síce riziko úverové, likvidné, operačné, obchodné, systematické a riziko tržné.

Úverové riziko je na svete odkedy existuje samotné úverovanie. Predstavuje prostú neschopnosť dlžníka splatiť svoj záväzok vymedzený v podmienkach kontraktu veriteľovi. Výsledkom je pochopiteľne finančná ujma (strata) na strane poskytovateľa úveru. V praxi úverové riziko vystupuje ako pravdepodobnosť, s ktorou táto ujma nastane. Pridružené pojmy nesú názov likvidita, solventnosť, rating, scoring, ale i bankrot či rôzne bankové krízy¹⁰ spojené s laxným bankovým dohľadom, tunelovaním alebo dlhodobým poklesom ekonomickej aktivity. Špeciálnym druhom úverového rizika je riziko vysporiadania a jeho poddruh - menové vysporiadacie riziko (tzv. Herstatt risk¹¹). Je rizikom poskytnutia jednej meny bez toho, aby došlo k prijatiu druhej meny (ekvivalentu). Spôsobujú ho prevažne časové diferencie a teda trvá po celú dobu od zadania príkazu k predaju meny až do okamžiku finálneho prijatia nakupovanej meny.

Likvidné riziko sa delí do dvoch skupín - riziko financovania a riziko tržnej likvidity. Riziko financovania je rizikom neschopnosti zaistiť krytie portfólia CF v prípade momentálnej potreby. Naproti tomu riziko tržnej likvidity vyjadruje neschopnosť „zlikvidovať“ držané finančné nástroje, t.j. uzavrieť svoju pozíciu na trhu v nutný okamžik.

Operačné riziko zahŕňa zložku transakčnú (chyby v účtovaní, vysporiadaní obchodov a i.), zložku operačného riadenia (obchody nad limit, neautorizované a podvodné obchody, atď.) a zložku systému (chyby pri plánovaní, podávaní informácií, modeloch a pod.). Operačné riziko sa najčastejšie eliminuje zavedením vnútorného auditu, IT záložných systémov a kvalifikovaným dozorom vedenia.

Obchodné riziko možno vidieť v právnej podobe (legislatívny neúspech), podobe zmeny úverového hodnotenia (pokles ratingu), zmeny daňových zákonov, v podobe nemožnosti

¹⁰ podrobnosti uvádza JÍLEK, J., Finančné riziká, 2000. str. 30-41.

¹¹ pomenované po dávnej nemeckej banke, ktorá skrachovala práve na menovom vysporiadacom riziku

menovej konvertibility, v podobe pohromy a nakoniec ako riziko neschopnosti splniť regulačné opatrenia.

Systemové riziko je rizikom, ktoré dokáže zasiahnuť celý lokálny trh (konsolidovaný celok, sieť pobočiek) alebo odvetvie, pričom epicentrom ťažkostí býva jediná inštitúcia. Typickým príkladom je platobná neschopnosť banky ústiaca do narušenia stability celého sektoru až finančného trhu.

Posledným a pre túto prácu najvýznamnejším druhom finančného rizika je samotné tržné riziko. Toto riziko sa podľa aktív ďalej pomenováva ako riziko akciové, úrokové (dlhopisové), menové (devízové) a komoditné. Pri zaistovaní pomocou derivátov sa môže spomínať korelačné riziko, keď dôjde k zmene vzťahov u navzájom ovplyvňovaných veličinách, a tiež riziko spreadu, tzn. neočakávaná strata z rozpätia ceny držaného aktíva.

2.1 Menové riziko obecné

Devízové (menové, FX) riziko predstavuje riziko finančnej straty danej zmenou cien držaných finančných nástrojov citlivých na menové kurzy. Podľa inej definície¹² zameranej na mikrosféru je rizikovým faktorom menového rizika chápaný výnos (strata) kurzu cudzej meny voči základnej mene podniku. Čo je dôležité je, že FX riziko ovplyvňuje výšku budúceho CF¹³ a to tej jeho časti, ktorá je denominovaná v cudzej mene. Do menovej pozície zaraďujeme všetky takéto očakávané príjmy (aktíva) a výdaje (pasíva), a to vrátane mimobilančných položiek, akými sú devízové swapy alebo termínové menové operácie. Menová pozícia je vždy daná hodnotou meny, dobou splatnosti a očakávaným objemom.

Špecifické riziko, dané odchýlkou skutočnej ceny menového nástroja od hodnoty teoretickej, býva u mien, ktoré sú obchodované na medzinárodných trhoch, veľmi malé. Predstavuje ho rozpätie medzi nákupom a predajom, ktoré je vďaka vysokej likvidite devízového trhu nepatrné. Vyššie odchýlky zaznamenávajú iba obchody s neštandardnými dodacími podmienkami (najmä v malých čiastkach), ale tiež valutové obchody, v ktorých cenách sa premietajú vysoké transakčné náklady a náklady na držanie fyzického aktíva (bankovky,

¹² VLACHÝ, J. Řízení finančních rizik, 2006. str. 58.

¹³ je potrebné rozlišovať od účtovej triedy 2 - FÚ (peniaze, bežné BÚ a i.), štruktúru CF poskytuje napr. [12]

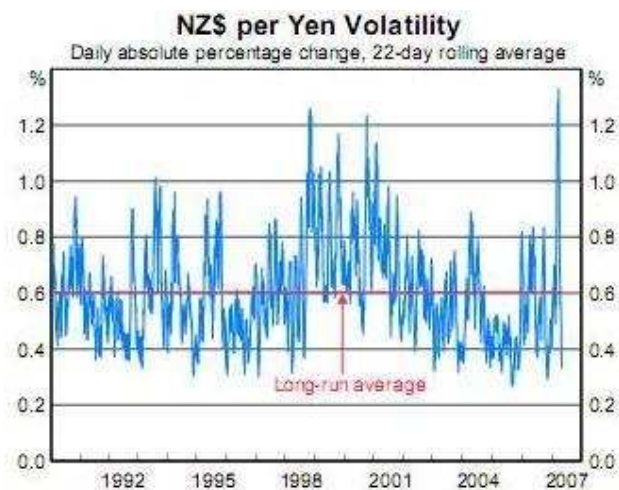
mince). Ak sa menový obchod neuskutočňuje okamžite, ale ako derivát, zahŕňajú príslušné peňažné toky vždy zložku úrokového rizika. U opcií existuje navyše vlastná štruktúra rizík.

Menové riziko vyplýva z jedného z dvojice stavov;

- zmena vo vývoji spotového menového kurzu
- zmena volatility menového kurzu

V praxi dochádza pre charakter forexu ku konfrontácii jeho účastníkov s oboma stavmi, ktoré sa navzájom dopĺňajú. Volatilita sa dá z pohľadu ekonometrie¹⁴ charakterizovať ako náhodná zložka (šum), ktorá sprevádza trend. Najlepšie o nej môžu hovoriť intra-day obchodníci (traders), ktorí ňou podstupujú rýchle riziká.

Obr. 3 Volatilita na menovom páre YENNZD (dlhodobý 22-denný kľzavý priemer)



Zdroj: Reserve Board of Australia

V prostredí podniku orientovaného prevažne na zahranično-obchodných partnerov dochádza vplyvom vyššie uvedenej dvojice stavov k podstupovaniu;

- ❖ translačného rizika (menový prevod účtovej závierky u konsolidovaných celkov)
- ❖ transakčného rizika (ovplyvňovanie výšky CF v zahraničnej mene)

Translačné riziko nabera na význame v súvislosti s fúziami, akvizíciami majetku, zakladaním rôznych druhov konsolidovaných celkov (nadmárodné koncerny, holdingy, atď.), ktoré

¹⁴ vedná disciplína vysvetľujúca ekonomické javy prostredníctvom matematicko-štatistických modelov

sú pre dnešné tržné hospodárstvo typické. Pre vyhnutie sa chaosu v medzinárodnom riadení sa však paralelne vynakladá úsilie o harmonizáciu v oblasti účtovania (IAS) a novodobu (presnejšie) v oblasti výkazníctva (IFRS). Tým sa sleduje účel zachovania poctivého obrazu o stave a výkonnosti účtovej jednotky bez ohľadu na sídlo a základnú menu, čo umožňuje medzinárodné zrovnávanie a efektívnejšie centralizované plánovanie (napr. u väzby materská spoločnosť - dcérske spoločnosti). Problematike translácii účtových výkazov sa v súčasnosti detailne venuje medzinárodný účtový štandard IAS 21 - Dopady zmenných kurzov cudzích mien. Určuje účtovým jednotkám, aké zmenné kurzy použiť v účtových závierkach a akým spôsobom ich vykazovať. Štandard sa nevenuje derivátom, pre ktoré bol zostavený zvlášť IAS 39.

Transakčné riziko dokáže výrazným spôsobom ovplyvniť očakávané príjmy a výdaje, pozmeniť pôvodné plánovanie a koniec koncom vykázaný hospodársky výsledok spoločnosti. Preto mu náleží patričná pozornosť zo strany manažmentu. V opačnom prípade, totižto nečinnosťou daného subjektu, sa spoločnosť voľne vystavuje pôsobeniu devízového rizika. Výsledkom transakčného rizika sú tak položky 56 - Kurzové straty a 66 - Kurzové zisky, premietajúce sa do výsledovky pod položkami O. - Ostatné finančné náklady a XI. - Ostatné finančné výnosy¹⁵. Keďže v našej práci uvažujeme výrobný podnik, bude riadenie devízových rizík prednostne zamerané na controlling pohľadávok a záväzkov denominovaných v zahraničnej mene, pretože tieto položky tvoria jadro zisku z primárnej produkčnej funkcie. Nástroje, postupy a produkty k minimalizácii kurzových strát sú dnes bežne k dispozícii tuzemským podnikom, vrátane SME, vo vyspelom svete sú od pádu BWMS samozrejmosťou¹⁶.

2.2 Ias 21 (translačné riziko)

Ako uvádzajú experti na svetové účtovníctvo, i keď v súčasnosti v ČR nie je praxou, aby banka pred poskytnutím úveru malému alebo strednému podniku vyžadovala závierku zostavenú podľa jedného zo svetových účtových systémov¹⁷, tento pohľad sa má onedlho

¹⁵ samozrejme záleží na účtovej jednotke ako vykáže kurzové položky (mimoriadne N/V, ostatné N/V a pod.)

¹⁶ autor má na mysli novodobé deriváty (napr. swapy), hoc prvý termínový obchod sa uskutočnil už v r. 1851

¹⁷ US GAAP, direktívy EÚ alebo IAS / IFRS

zmeniť. Stojí preto za úvahu, koľko podnikov nepotrebuje k svojej činnosti bankové úvery a je ochotných platiť za svoje objednávky v hotovosti. To boli slová Róberta Mládku využité k úvodu podkapitoly jedného zo štandardu medzinárodných účtových pravidiel.

Štandard pracuje podľa poslednej novelizácie s nasledujúcimi pojmami;

- mena vykazovania ... mena, v ktorej je účtová závierka zostavená
- zmenný kurz ... zmenný pomer dvoch mien
- spotový kurz ... okamžitý kurz
- uzávierkový kurz ... okamžitý zmenný kurz k súvahovému dni
- kurzový rozdiel ... rozdiel v prepočtoch dvoch mien pri rôznych kurzoch
- cudzia mena ... mena odlišná od funkčnej meny
- funkčná mena ... mena hlavného ekonomického prostredia, kde podnik pôsobí
- čistá investícia v zahraničnom subjekte ... podiel spoločnosti predkladajúcej účtovú závierku na čistých aktívach tohto subjektu
- zahraničná jednotka ... dcérsky, pridružený alebo spoločný podnik či pobočka vykazujúceho podniku, ktorej činnosti sú vykazované v inej než funkčnej mene

IAS 21 nariaďuje, aby vykazujúca účtová jednotka určila svoju funkčnú menu a v tejto mene oceňovala svoje výsledky a finančnú pozíciu. Pri stanovení funkčnej meny sa zvažuje;

- mena najviac ovplyvňujúca tržby (sú v nej určené ceny tovaru a služieb)
- mena krajiny významne ovplyvňujúcej konkurenčné prostredie a predajné ceny
- mena najviac ovplyvňujúca mzdové, materiálové a ostatné náklady v nej určené
- mena, v ktorej sú vytvárané peňažné toky z finančnej činnosti

Na základe týchto indikátorov určí vedenie funkčnú menu, ktorá sa smie zmeniť iba v prípade, ak sa zmenili podmienky a transakcie, na základe ktorých bola pôvodne určená. Vtedy podnik prepočíta k príslušnému datu všetky svoje peňažné a nepeňažné položky zmenným kurzom medzi vykazovanou (novou) a funkčnou (pôvodnou) menou. Ak však podnik účtuje v inej než funkčnej mene, musí do nej prepočítať všetky položky, a to peňažné položky uzávierkovým kurzom a nepeňažné položky svojim historickým kurzom. Tieto dva postupy sú podrobne rozobrané nasledovne.

Štandard definuje pre prevody závierok na inú menu tzv. Metódu súčasného kurzu (Closing Rate Method). V prípade, že spoločnosť účtuje v inej než funkčnej mene, využíva sa pre prepočet do funkčnej meny tzv. Metóda pomerovacia (Remeasurement Method). Po jej aplikácii možno efektívne použiť prvú z metód (takže postup je dvojstupňový). Základný rozdiel v dvojici prístupov je potom v;

- použitých kurzoch pre jednotlivé položky výkazov
- zachádzaní s rozdielom vyplývajúcim z menového prepočtu (translácie)

2.2.1 Metóda súčasného kurzu

Podľa tejto metódy sú všetky aktíva a záväzky prepočítané súčasným kurzom, teda kurzom platným k dátumu rozvahy. Položky vlastného kapitálu (s výnimkou nerozdeleného zisku) sú prepočítavané odpovedajúcim historickým kurzom. Historický kurz je nemenný po všetky sledované roky. U nákladov, výnosov a nerozdeleného zisku sa aplikuje spotový kurz dňa, kedy vznikli. Z praktických dôvodov sa však obvykle používa vážený priemerný ročný kurz.

2.2.2 Metóda pomerovacia

Táto metóda označovaná tiež ako nepeňažná metóda sa od predchádzajúcej líši v tom, že iba peňažné položky aktív (vrátane pohľadávok a obchodných záväzkov) sa oceňujú súčasným kurzom. Ostatné zložky rozvahy vrátane vlastného kapitálu sú ocenené svojim odpovedajúcim spotovým (historickým) kurzom. Náklady a výnosy sa potom prepočítajú dvojakým spôsobom, v závislosti na charaktere súvahovej položky, ku ktorej sa vzťahujú. U nákladoch a výnosoch peňažného charakteru sa prepočítavajú spotovým kurzom, u nákladoch a výnosoch nevzťahujúcich sa k peňažným položkám sa ale ocenia rovnakým kurzom ako príslušná položka.

Ani jedna z metód nepoužíva pre prepočet závierky na inú menu jediný kurz (uzávierkový), hoc i táto alternatíva bola predmetom úvah pri prijímaní štandardu. Z dôvodu použitia rôznych kurzov pre položky rozvahy a výsledovky vzniká kurzový rozdiel, ktorý sa vykazuje v každej z metód iným spôsobom. U metódy súčasného kurzu sa tento kumulatívny efekt

vykáže vo vlastnom kapitále, kde sa každým rokom upravuje o novovzniknuté rozdiely. U pomerovacej metódy sa vzniknutý kurzový rozdiel účtuje výsledkovo, ako ukážu praktické príklady¹⁸.

2.2.3 Praktická aplikácia štandardu IAS 21 (vlastný príklad)

Uvažuje sa podnik Alpa a.s., založený 1.1.2006, ktorý je 100 % dcérou spoločnosťou materskej spoločnosti A-Nova so sídlom v Rusku. Funkčnou menou je česká koruna, pre účely zostavenia konsolidovanej účtovej závierky sa však musia výkazy prepočítať na ruský rubľ. K dispozícii je táto účtová závierka uskutočnených operácií za prvý rok pričom bolo stanovené, že nehmotný majetok spoločnosť neodpisuje;

Tab. 2 Rozvaha spoločnosti Alpa a.s. k 31.12.2007

Aktíva	Mil. Kč	Pasíva	Mil. Kč
DHM	100	ZK	80
oprávky	-10	VH	55
DNM	65	KF	30
DFM	2	-	-
Hotovosť	20	Závázky	45
Zásoby	40	Rezervy	15
Pohľadávky	13	-	-
-	-	Výnosy PO	5
230			

Tab. 3 Výsledovka spoločnosti Alpa a.s. k 31.12.2007

Položka	Mil. Kč
Tržby	140
Náklady (bez odpisov)	-70
Odpisy	-10
Čistý zisk	60
Priznané dividendy	5
VH	55

¹⁸ vlastné spracované podľa metodiky IAS / IFRS, [17]

Tab. 4 Vývoj kurzu Kč / 100 RUB v priebehu roka 2007

Dátum	Operácia	Kurz
1.1.2007	Úpis akcií, nákup DHM	79
31.7.2007	Priznanie dividend, inkaso výnosov PO	80
31.12.2007	Rozhodný deň	72
-	Priemerný kurz	75

V prípade Metódy pomerovacej uvažujeme, že materská spoločnosť založila svoju dcérinu spoločnosť nepeňažitým vkladom a odoberá 90 % jej výrobkov, za ktoré platí v RUB. Funkčnou menou sa podľa vedenia stane rubel'. Behom roka však podnik Alpa účtuje v Kč.

Použitie metódy súčasného kurzu :

Tab. 5 Prevod rozvahy k 31.12.2007

Aktíva	Mil. Kč	Kurz	RUB	Pasíva	Mil. Kč	Kurz	RUB
DHM	100	72	139	ZK	80	79	101
oprávky	-10	75	-13	VH	55	-	74
DNM	65	72	90	KF	30	79	38
DFM	2	72	3	Kurzový efekt	-	-	17
Hotovosť	20	72	28	Závazky	45	72	63
Zásoby	40	72	56	Rezervy	15	72	21
Pohľadávky	13	72	18	-	-	-	-
-	-	-	-	Výnosy PO	5	72	7
	230	-	320		230	-	320

Tab. 6 Prevod výsledovky k 31.12.2007

Položka	Mil. Kč	Kurz	RUB
Tržby	140	75	187
Náklady (bez odpisov)	-70	75	-93
Odpisy	-10	75	-13
Čistý zisk	60		80
Priznané dividendy	-5	80	-6
VH	55		74

Použitie pomerovacej metódy :

Tab. 7 Prevod rozvahy k 31.12.2007

Aktíva	Mil. Kč	Kurz	RUB	Pasíva	Mil. Kč	Kurz	RUB
DHM	100	79	127	ZK	80	79	101
oprávky	-10	79	-13	VH	55	-	72
DNM	65	79	82	KF	30	79	38
DFM	2	79	3	-	-	-	-
Hotovosť	20	72	28	Závazky	45	72	63
Zásoby	40	72	56	Rezervy	15	75	20
Pohľadávky	13	72	18	-	-	-	-
-	-	-	-	Výnosy PO	5	80	6
	230	-	300		230	-	300

Tab. 8 Prevod výsledovky k 31.12.2007

Položka	Mil. Kč	Kurz	RUB
Tržby	140	75	187
Náklady (bez odpisov)	-70	75	-93
Odpisy	-10	79	-12
Čistý zisk	60	-	81
Priznané dividendy	-5	80	-6
Kurzový efekt	-	-	-3
VH	55	-	72

Dodatok k štandardu:

Počiatky štandardu IAS 21 siahajú až do polovice 80. rokov minulého storočia, odkedy prešiel radou zásadných zmien a novelizácií. Kedysi používané členenie na zahraničný subjekt a prevádzkareň bolo s účinnosťou k 1.1.2005 zrušené, obe metódy sa však používajú dodnes. Porovnaním oboch metód je vidieť nielen odlišný spôsob vykazovania, ale i rozdielnu výšku kurzového efektu prejavujúceho sa v podobe kumulovaného zisku alebo straty. Značná odchýlka hodnôt v ocenení majetku podľa uvedených postupov nabáda k dôslednému zváženiu pri voľbe funkčnej meny. Manažment by mal brať v úvahu okrem iného všetky riziká devízového trhu, ktorým sa konsolidujúci celok aplikovaním štandardu IAS 21 vystavuje.

2.3 Transakčné riziko

Podstata transakčného rizika bola opísaná v kapitole 2.1. Pri tom všetkom je potrebné si uvedomiť hlavné zložky (faktory) generujúce výšku (závažnosť, pravdepodobnosť) zrealizovania neočakávaného pohybu menového kurzu a tým vzniku nežiaducej zmeny u plánovaného CF. Na rozdiel od faktorov obecné známych svojim vplyvom na devízový trh (kapitola 1.2.3) sa už na nasledujúcu klasifikáciu hľadí ako na riziká kvalitatívne účinne merateľné (predvídateľné, pozorovateľné) a tým i schopné a vyžadujúce si riadenie v príslušnej mikrosfére. Platí, že čím je časový diferenciál medzi vstupom a vysporiadaním kontraktu väčší, tým je transakčné riziko väčšie, pretože mena kontraktu má viac časového priestoru pre fluktuáciu (*ceteris paribus*)¹⁹.

Zahraničná mena v akejkolvek podobe (devíza, valuta) je indikátorom všeobecného postavenia národa v kontexte svetovej konkurencie. Jej kurz sa odvíja od zásadných zložiek (pôvodcov) transakčného rizika, ktoré možno klasifikovať ako subriziko;

- ekonomicko-hospodárske
- geograficko-politické

2.3.1 Ekonomicko-hospodárske subriziko

Ekonomicko-hospodárske riziko pohybu menového kurzu je závislé od ekonomických trendov a okamžitej hospodárskej kondície štátu, v ktorom sídli (z pohľadu tržieb) náš majoritný zahraničný obchodný partner (odberateľ, dodávateľ). Vo výnimočných prípadoch nim môže byť aj samotná vláda (armádne zákazky a pod.). K meraniu tohto subrizika existuje niekoľko druhov základných ekonomických indikátorov zhromaždených v množinách interných a externých ukazateľov.

Medzi ekonomické indikátory vnútornej stability možno radiť HDP na obyvateľa, ktorý ako agregát najvyššieho stupňa poskytuje ucelený pohľad na stav všetkých odvetví. Čím je tento indikátor nižší, tým je riziko danej krajiny vyššie. Významným interným ukazateľom je ďalej zásoba nerastných surovín a to v ich objeme a diverzifikácii. Najlepšie z hľadiska riadenia rizika sa majú teda krajiny so značnými zásobami rôznych druhov strategických

¹⁹ Transaction Risk, Investopedia: A Forbes media company, c2008. (www.investopedia.com)

surovín (energie, poľnohospodárske plodiny - napr. sója, ryža, pšenica, a pod.). Tím nedochádza k hrozbe závislosti zahraničného obchodu na jedinej surovine (odvetví), čo znižuje negatívne následky na platobnú bilanciu (napr. v prípade výrazného poklesu ceny tejto komodity na svetovej burze). Ostatnými ukazateľmi vnútornej stability sú makroekonomické štatistiky (úroveň nezamestnanosti a inflácia, výška deficitu štátneho rozpočtu, a ďalšie). Na výšku ekonomicko-hospodárskeho rizika má konečne významný dopad aj ukazateľ FDI (je súčasťou platobnej bilancie). Tu je nutné rozlišovať, či sa jedná len o krátkodobé portfóliové investície (hot money), ktoré môžu byť pre krajinu skôr negatívom než prínosom alebo v krajine skutočne prevažuje zahraničný kapitál vyznačujúci sa nízkou mobilitou.

Platobná bilancia predstavuje súhrny externý indikátor ekonomicko-hospodárskej zložky rizika krajiny. Analýza jej štruktúry má vysokú vypovedaciu schopnosť a slúži k predikcii vývoja menového kurzu, avšak nielen to. Platobná bilancia odhaľuje rizikové odvetvia krajiny (časť obchodná bilancia a bilancia služieb), pôvodcov deficitu (zahraničného dlhu) a poskytuje obraz o stave devízových rezerv (likvidite) štátu. Devízové rezervy sú tvorené objemom vlastných devízových rezerv, rezervnou pozíciou voči IMF (tzv. special drawing rights) a otvorenými úverovými linkami u zahraničných bánk. Tieto linky sú však najmenej likvidné, pretože sa ihneď blokujú pri vzniku väčšieho rizikového ohrozenia. Pre devízový risk management predstavujú krajiny s vyšším objemom devízových rezerv likvidnejší a teda menej rizikový objekt. V ČR je platobná bilancia uverejňovaná ČNB, podrobný popis obchodnej bilancie poskytuje MPO.

2.3.2 Geograficko-politické subriziko

Nemenej dôležitým faktorom pri riadení devízového rizika či zvažovaní zahranično-kapitálovej investície je celková geografická a politická klíma. Od regiónov lokalizovaných v monzúnových podnebných pásmach, vulkanicky alebo tektonicky aktívnych a inak s prírodnými podmienkami spätých územiach sa očakáva vyššia miera rizika. Úplne rovnako to je s politickou klímou. Tiež je pravidelná (monzúny - demokratické voľby) či neočakávaná (tsunami - mocenské zvraty). Akákoľvek geograficko-politická udalosť sa okamžite psychologicky premieta do príslušného devízového kurzu. Toto subriziko možno tiež vyleniť na súbor vnútorných a vonkajších indikátorov.

Vnútorne ukazatele reprezentuje predovšetkým účinnosť a perspektívu politického vedenia štátu a to bez ohľadu na jeho formu režimu. S tým úzko súvisí spokojnosť obyvateľov

s politickým vedením, čo sa prejavuje navonok buď dlhodobou volebnou podporou (stabilita) alebo verejnými demonštráciami, vyčerpávajúcimi spormi politických frakcií a pod. (odpor). Čím má daná krajina politickú klímu bližšie k druhému prípadu, tým je pre ňu riziko väčšie. Do kategórie geograficko-politickej spadajú i etnické a sociálne pomery obyvateľov, t.j. skúma sa úroveň etnickej integrácie regiónu, prítomnosť diskriminácie rôznych druhov, vzdelanostná úroveň národa, úroveň bohatstva priemernej rodiny, rozloženie obyvateľstva medzi urbanizovanú a ostatnú krajinu, bezpečnosť občanov a i.. Zvláštnym prípadom spojeným s integráciou viditeľným najmä v polovici minulého storočia je riziko skupiny krajín (členstvo v mocensko-politických štruktúrach, spoločná zahraničná politika a pod.), ktoré sa dá charakterizovať príslovím „Jeden za všetkých, všetci za jedného !“. Nakoniec, svoju váhu dostáva i platný legislatívny systém a právny poriadok (spôsoby riešenia sporov), ktorý má vlastne reprezentovať uzákonený obal všetkého vyššie uvedeného.

Zahraničné (vonkajšie) geograficko-politické subriziko nie je ničím iným ako nezávislý externý expertný pohľad, spravidla na to určenej inštitúcie (akademické alebo vládne inštitúty pre výskum medzinárodných vzťahov a pod.), na politickú klímu sledovaného štátu. Skúma sa predovšetkým stupeň integrácie, pričom platí, že s jej vyšším stupňom klesá riziko krajiny. Preto krajiny izolované, zmietajúce sa v náboženských a ideologických nepokojoch ako aj štáty tvoriace hranicu medzi takýmito dvoma „tábormi“ sa považujú za vysoko rizikové z pohľadu externého geograficko-politického subrizika. Účinky tohto subrizika sa prejavujú v opatreniach vedúcich k obmedzeniu medzinárodného obchodu (od devízového monopolu v medzinárodnom platobnom styku až po uvalenie embarga na dovoz tovaru), vyvlastnení či znárodnení²⁰.

2.3.3 Ratingové modely rizikovosti krajín

Určeniu celostnej výšky oboch rizík sa ujalo niekoľko postupov slúžiacich k explikácii a následnému meraniu rizikovosti. Za najrozšírenejšie sa považujú ratingové modely. Zostávajú ich renomované medzinárodné analytické agentúry a podľa posledných štatistík ich vo svete pôsobí až 64 (3/2008)²¹. K najfrekvencovanejším názvom patria americké Standard &

²⁰ rozdiel spočíva v tom, že pri znárodnení zahraničný investor plne stráca všetok svoj majetok (bez náhrady)

²¹ Rating Agencies, Default Risk Com (www.defaultrisk.com)

Poor's (S&P's), Moody's Investors Service (Moody's) a Fitch Ratings. Táto prestížna trojica bola rovnako obvinená zo zlyhania pri indexovaní investičných odporúčaní v kauze „real estate“, ktorá sa dostala až pred americký Senate Banking Committee²². Preto treba mať na vedomí, že rating nemá byť návodom, ale iba odporúčaním. Neznamená maximálnu spoľahlivosť pri eliminácii rizík, finálne rozhodnutie ostáva vždy na vlastnom úsudku.

Ostatné prístupy (najčastejšie matematické analýzy a simulácie) už boli absorbované ratingovými agentúrami alebo prekonané a v súčasnosti sa obmedzujú iba na tajné vládne služby.

Tab. 9 Ratingový výhľad krajín V4 v podaní svetových agentúr (3/2008)

	<u>Česká republika</u>	<u>Slovenská republika</u>	<u>Poľsko</u>	<u>Maďarsko</u>
<u>S&P's</u>	A+	A	A	BBB+
<u>Moody's</u>	A1	A1	A2	A1
<u>Fitch Ratings</u>	A+	A	A+	BBB+

Poznámky: hodnotenie je podobné so systémom kreditov na VŠ (sú však len A,B a C stupne), najvyšší možný rating je AAA u vyspelých krajín, napr. USA, Nemecko a pod.. Hodnotenie A+ je v rámci indexovej škály piate (zo siedmich A°)

Zdroj: finančné internetové portály (vlastné spracovanie)

Z uvedených krajín si v rebríčku lákavosti FDI vedie najlepšie ČR, nasledovaná SR a Poľskom. Maďarsko nezíska na atraktivite, kým úspešne nezrevitalizuje svoju ekonomiku (predovšetkým pokles rastu HDP spôsobený tvrdým znížením enormného štátneho dlhu). Údaje viac-menej korelujú so skutočnosťou, keďže do ČR a SR prúdia investície z celého sveta do rôznych odvetví.

²² očakáva sa, že proces hypotekárnej krízy, ktorá evokovala prepád amerických a svetových búr (2007), povedie k sprísneniu dohľadu a skvalitneniu zostavovania ratingových indexov uvedenými agentúrami

3 ANALYTICKÉ A PREDIKČNÉ METÓDY DEVÍZOVÉHO TRHU

Na finančnom trhu obecné dochádza k neustálym pohybom ceny aktíva (bázického i odvodeného), ktoré je predmetom obchodu. Od pádu BWMS je tomuto vplyvu²³ vystavený aj devízový trh. Okrem kvantifikácie druhu a veľkosti rizika musí devízový subjekt usilujúci o minimalizáciu kurzových strát vedieť efektívne analyzovať momentálny stav a zároveň účinne predikovať vývoj kurzu aktíva na príslušnom FX trhu.

V minulosti existovalo niekoľko metód, ktorými sa hľadal vysoko pravdepodobný smer vývoja ekonomiky a jej meny. K takým patrili napr. Teória PPP, Fisherov efekt jednoduchý i medzinárodný a ďalšie, dnes viac-menej prekonané a z hľadiska ich platnosti irelevantné modely²⁴.

3.1 Netradičné prístupy

3.1.1 Predikčné trhy

Oveľa aktuálnejšími prístupmi sú tzv. predikčné trhy. Ide o špeciálne simulované špekulačné trhy vytvorené za účelom predikcií. Predikčné trhy obsahujú aktíva, ktorých výška finálnej hotovosti býva naviazaná na určitú udalosť (napr. že najbližším americkým prezidentom bude republikán) alebo parameter (napr. celkové tržby v najbližšom kvartáli). Tržné ceny sú potom vnímané ako predikcia pravdepodobnosti nastania zvolenej udalosti, resp. predikcia hodnoty parametru. Účastníci nakupujúci „dole“ a predávajúci „hore“ sú odmeňovaní za vylepšovanie predikcií, zatiaľ čo nakupujúci „hore“ a predávajúci „dole“ sú trestaní za degradovanie vypovedacej schopnosti predikčného trhu. Existujú dôkazy, že presnosť predikčných trhov je minimálne tak účinná ako keby tú istú množinu riešila špeciálna inštitúcia zameraná na predikcie trhov.

Za najstarší a najpopulárnejší predikčný trh sa považuje Iowa Electronic Market (University of Iowa, USA). Za úspešný sa považuje aj Hollywood Stock Exchange, virtuálna burza, kde verejnosť nakupuje a predáva akcie filmových titulov a hercov. Tento predikčný trh úspešne odhadol 32 z 39 vysoko nominovaných Oskarových titulov a 7 z 8 ocenených her-

²³ v odborných kruhoch sa definuje pojem „zákon trhu“ resp. zákon ponuky a dopytu

²⁴ empirický výskum v tejto oblasti poskytuje napr. [7]

cov (2006). Predikčný trh HedgeStreet (2004) regulovaný samotnou Commodity Futures Trading Commission je miestom, kde internetoví užívatelia špekulujú na ekonomické udalosti.

Vedľa pozitív tohto druhu predikčného prístupu je nutné poukázať i na jeho nedostatky. Predikčným trhom hrozia podobné vady ako obvyklým trhom, teda predovšetkým prítomnosť nízkej likvidity a špekulačných bublín. Predikčný trh Iowa Electronic Market sa v roku 2004 stal rovnako obeťou manipulácie, keď jediný účastník predal toľko futures kontraktov na výhru Georga W. Busha v prezidentských voľbách, že stlačil jeho hodnotu na nulu (čím fakticky zmaril šancu tohto kandidáta na výhru). Ako sa neskôr ukázalo, cena kontraktu sa raketovo vrátila na svoju pôvodnú úroveň. Predikčné trhy (tak ako reálne trhy) zrejme vždy budú pod muškou manipulátorov, ihneď ako sa okolo nich zhromaždí mediálny ruch. Na druhej strane však je isté, že manipulačný efekt je iba krátkodobá záležitosť a dlhodobo neovplyvňuje vypovedaciu schopnosť predikčných trhov²⁵.

3.1.2 Matematicko-štatistické modely

K týmto modelom možno zaradiť nasledujúce druhy predikčných modelov;

- analýzy časových rad
- úsudkové metódy

Do prvej skupiny patria metódy využívajúce historických dát ako základ pre odhad budúcich hodnôt. K ich náročnému spracovaniu sa výhradne používajú počítačové algoritmy. Analýza časových rad dnes vystupuje v podobe klasického (dekompozičného) prístupu a moderného prístupu. Za klasický prístup možno považovať regresnú analýzu, kĺzavý priemer, exponenciálne vyhladzovanie, lineárnu extrapoláciu a ďalšie, zatiaľ čo moderný prístup reprezentuje najmä Box-Jenkinsová metodológia (ARIMA), Neurónové siete a Genetické algoritmy²⁶. Uvedené moderné metódy ekonomických analýz sa tiež označujú ako kauzálne (ekonometrické), pretože pracujú s predpokladom, že je možné odhaliť faktory ovplyvňujúce odhadovanú premennú.

²⁵ empirický výskum v tejto oblasti podáva napr. [18]

²⁶ detailnému štúdiu moderných ekonomických analýz sa v ČR venuje napr. Petr Dostál, [3]

Druhá skupina zoraďuje modely postavené na intuitívnom úsudku, názore či odhadoch. Patria tu štatistické prieskumy, delfská metóda, scenáriá a ďalšie, ktoré nebudú predmetom tejto práce.

Štatistické prieskumy sa realizujú formou kvantitatívneho a kvalitatívneho dotazovania. Kým v prvom prípade sa kladie dôraz skôr na názor relatívnej väčšiny (skupín), u druhého dochádza k precíznemu vzorkovaniu respondentov. Za hlavné výhody štatistických prieskumov možno považovať flexibilitu (rôznorodosť použitia získaných informácií), šandardizovanosť (bez chybovosti), objektivnosť (vysokým počet účastníkov), rýchle spracovanie a hospodárnosť. Nevýhoda u tohto typu prieskumu spočíva v možnosti podať skonfiškované či neúprimné informácie (subjekt je ovplyvnený). Za prieskumami stoja rôzne analytické a masmediálne centrá, štatistické a ostatné úrady verejnej správy či akademický výskumníci. Za všetky možno spomenúť príklad MCSI, ktorý každomesačne realizuje americká Michigan University. Tento index spotrebiteľskej spokojnosti implikuje nielen menový, ale aj akciový a devízový vývoj trhu.

Delfská metóda (delfi) je postup pre predpovedanie nadchádzajúcich udalostí, kedy je skupina odborníkov požiadaná, aby činila svoje predpovede - najskôr nezávisle (izolovane) a následne v konsenze (pre vyradenie extrémneho pohľadu). Tony Merna²⁷, predný svetový odborník na risk management, ďalej vysvetľuje metódu delfi ako intuitívny postup, kde sú účastníci oslobodení od skupinových tlakov a akejkol'vek osobnej zhody. Proces delfi sa obvykle koná pomocou poštovej služby alebo internetu. V praxi je delfi často prirovnávaná k predikčným trhom, ktoré sú považované za o niečo efektívnejší prístup.

Scenáriá predstavujú ďalší úsudkový model. Ide o modelovanie pravdepodobných situácií, ktoré môžu nastať. Ku každej situácii sa ďalej skonštruuje riešenie. Táto variantnosť tak má zabezpečiť pripravenosť na akýkoľvek možný budúci stav a zároveň umožňuje uskutočniť rôzne formy hĺbkových analýz (korelácie medzi situáciami a pod.), než aby sa muselo čakať na reálne prejavy (ekonomických) skutočností.

²⁷ MERNA, T., AL-THANI, F. F. Risk management, 2007. str. 43.

3.1.3 Excesívne teórie

V ekonomickom svete sa ďalej pri hľadaní možností pre analýzu (a následné predikcie) finančných trhov vyvinuli rôzne názorové prístupy. K takýmto možno zaradiť;

- ❖ teória efektívnych trhov
- ❖ teória „random walk“
- ❖ teória bublín

Teória efektívnych trhov je hypotézou, ktorá združuje ekonómov zastávajúcich názor, že cena aktív vždy primerane (presne) odráža všetky dostupné informácie a to skôr, než si to uvedomia samotní investori. Inak povedané, ceny sú v každom časovom okamžiku na správnej úrovni. Hneď čo sa objaví nová informácia, menia sa na novú správnu úroveň. Preto je podľa tejto teórie stratou času usilovať o odhaľovanie zákonitostí vo vývoji trendu, resp. cenových pohyboch na trhoch.

Teória „random walk“ je hypotézou, ktorá tvrdí, že ceny (akcií, mien a pod.) sa pohybujú plne náhodným spôsobom, tzn. že zmeny medzi dennými hodnotami aktív na trhu sú úplne náhodné a teda nepredvídateľné. Spolu s vyššie uvedenou hypotézou sa jedná takisto o teóriu podkopávajúcu účinnosť tradičných, v súčasnom ekonomickom svete zaužívaných, analyticko-predikčných prístupov.

Teória bublín je vo svojej podstate extrémnou odnožou fundamentálnej analýzy. Podľa nej sa ceny pohybujú v bublinách (t.j. neustále kolísajú okolo svojej skutočnej hodnoty) a úlohou investora je na odhalení pozície ceny v rámci týchto tržných pohybov profitovať. V aplikácii na devízový trh to znamená, že sa stanoví rovnovážny kurz krajiny, ktorý sa porovnáva s jeho tržnou hodnotou (v skúmaný deň).

Metódy uvedené v tejto kapitole sa označujú ako netradičné (excesívne), pretože buď neboli plne potvrdené (ani vyvrátené) širokou odbornou verejnosťou alebo sú pre svoju aplikáciu náročnosť či netransparentnosť v bežnej investorskej a manažérskej praxi nepoužiteľné. Ich „sláva“ sa obmedzila na akademickú či výskumnú sféru, praktickým ekonomickým svetom neboli prijaté ako základné (východiskové) prístupy, ktoré by slúžili k objasneniu fungovania, analýzu a predikcie vývoja finančných trhov a ich subsystémov.

3.2 Tradičné prístupy

Dnešná teória (i prax) finančných trhov sa v zásade opiera o trojicu analyticko-predikčných prístupov. Jedná sa o;

- fundamentálnu analýzu
- technickú analýzu
- psychologickú analýzu

3.2.1 Fundamentálna analýza

K reprezentantom tohto prístupu patria finanční veľikáni ako Benjamin Graham, Warren Buffett, Joel Greenblatt, George Sörös či Jim Rogers, mnoho ďalších profesionálnych správcov a manažérov investičných fondov, bánk a ďalších finančných domov, nielen na Wall Street, ale v celom vyspelom svete a v neposlednom rade aj značná investorská verejnosť v podobe vzdelaných individuálov (value investors).

Základom fundamentálnej analýzy je skúmanie všetkých veličín²⁸ majúcich vplyv na dané aktívum (fundament) a v súvislosti s tým určiť či je jeho momentálna tržná pozícia voči jeho vnútornej (skutočne spočítanej, reálnej) hodnote nadhodnotená alebo podhodnotená. Toto zistenie vedie k uskutočneniu potrebného strategického úkonu (nákup, predaj). Fundamentálna analýza tým ignoruje chovanie investorov a odmieta efektívnosť trhu. Dáva priestor pre individuálne rozhodnutia a to dlhodobého charakteru²⁹. Vo všeobecnosti je tak považovaná za protipól k technickej analýze.

Na menovom trhu vychádza fundamentálna analýza zo sledovania makroekonomickej situácie v krajine i vo svete a tiež z analýzy vplyvu zmien v hospodárstve na ponuku a dopyt po danej mene (a následne samotnom kurze). Preto si vyžaduje priebežné sledovanie politických, ekonomických i spoločenských udalostí a predovšetkým pozornosť makroekonomických ukazateľov, ktoré vypovedajú o stave hospodárstva danej krajiny.

²⁸ relevantné kvantitatívne a kvalitatívne faktory makro, mezzo (odvetvie) i mikro ekonomickej úrovne

²⁹ túto kombináciu úspešne využívajú tzv. kontrariáni, t.j. účastníci chovajúci sa konzervatívne zatiaľ čo ostatní panikári a naopak agresívne v čase relatívneho pokoja na trhu

Makroekonomické údaje bývajú prezentované podľa vopred pripraveného harmonogramu. Ten je spolu s prognózami makroekonomických ukazateľov zverejňovaný informačnými agentúrami. Ak sa uverejnený ukazateľ zásadne neodchýľuje od jeho prognóz, na trhu sa pravdepodobne nič zásadné neudeje. V prípade však, že sa publikované údaje zásadne odlišujú, trh s veľkou pravdepodobnosťou zareaguje nervózne a investorovi, ktorý správne odhadol hodnotu daného ukazateľa naskytne možnosť realizácie zisku.

Menový trh sa navyše vyznačuje rýchlou reakciou na zverejnené údaje (absorpciou) a jantom, ktorý sa označuje ako informačný diskont. Tento jav znamená, že investor má vedieť, či už trh v cenách zohľadnil nim predvídané údaje alebo ešte nie. Zverejnenie všeobecne očakávanej informácie totiž nemusí mať na trh väčší vplyv vzhľadom k tomu, že informácia už bola v menovom kurze zohľadnená. Informácia má teda hodnotu iba v prípade, že ešte nie je relatívne známa či očakávaná verejnosťou.

Z pohľadu fundamentálnej analýzy má veľký význam peňažná politika centrálnych bánk. Hladina úrokových sadzieb stanovených týmito bankami, operácie na voľnom trhu ako aj menové intervencie ovplyvňujú situáciu na menovom trhu a sú predmetom pozorného sledovania zo strany finančných analytikov. Na menový trh majú vplyv aj tragické udalosti (vojny, teroristické útoky a katastrofy). V prípade, že dôjde ku kríze, utiekajú sa investori k bezpečným menám, napr. švajčiarskemu franku. Veľkú pozornosť je potrebné venovať výrokom členov vládnučích zoskupení a opozície, šéfom centrálnych bánk³⁰, prípadne osobám, ktoré majú značný vplyv na peňažnú politiku. Stabilita politickej scény sa totiž premieta do zvýšenia atraktivity hospodárstva daného štátu, čo priťahuje FDI a posilňuje štátnu menu. Zhoršenie politickej situácie môže naopak viesť k prudkému sťaženiu investovateľných prostriedkov a poklesu cien devíz.

Záverom k fundamentálnej analýze možno poznamenať nasledujúce poznatky. Finančné trhy majú svoje zvyky, t.j. chovajú sa približne rovnako na relatívne podobné ekonomické, politické a špekulačné podnety. Navyše bolo zistené, že burzové indexy³¹ jemne predstihujú hospodársky cyklus vo vývoji, čím sa radia spolu s MCSI, PPI a CPI, výplatami podpor

³⁰ predovšetkým výrokom predsedu FED, Ben Bernankeho, o ďalšom vývoji najväčšej ekonomiky sveta

³¹ má sa na mysli vývoj hlavných indexov (S&P 500, DJIA, NASDAQ, DAX, NIKKEI, FTSE 100 a pod.)

v nezamestnanosti (USA) a radov ostatných indikátorov³² k tzv. predstihovým ukazateľom. Preto fundamentalisti venujú vývoju svetových (predovšetkým akciových) trhov značnú pozornosť.

3.2.2 Technická analýza

To, čo odmieta uznať fundamentálna analýza za vierohodné a relevantné pri predikcii (menového) trhu, zastáva technická analýza ako účinnú a preukázateľnú súčasť money managementu. K úspešným predstaviteľom tohto v súčasnosti prekvitajúceho smeru³³ patria osobnosti ako Charles Dow (považovaný spoluobjaviteľ TA západným svetom), R.N.Elliott (stúpenec grafických vzorov, Elliottových vln), Steve Nison (objaviteľ systému japonských svieci - prvého TA systému vôbec), rada tzv. Market Wizards (vysoko úspešný individuálni zbohatlíci ako John W. Henry, Richard Dennis, Larry Williams, Alexander Elder, Ken Wood a pod.) a dnes sa možno s týmto prístupom stretnúť i v na to určených oddeleniach veľkých finančných domov (back office risk management), vrátane mnoho investičných spoločností.

Základom TA je prostý graf. Toto vyjadrenie pôsobí jednoducho, aby bolo jasné, v čom spočíva idea technickej analýzy. V skutočnosti a najmä v súčasnosti sa faktografickej štúdiu venuje rada IT špecialistov (tvorba automatických a semi-automatických obchodných platforiem), štatistikov a matematikov (inovácie a konštrukcie indikátorov TA) a mnoho ďalších profesionálov (napríklad odborníkov na psychológiu davu) či bežných individuálov, takže samotný prístup je značne komplexnou záležitosťou s nevyčerpanými možnosťami.

Štúdiom grafu (trendu tržnej ceny) sa usiluje o odhalenie a záznam vzorov, obrazcov a zákonitostí, ktoré poslúžia ako reflektor pre predikciu vývoja. Okrem sledovania samotnej ceny je pre technického analytika k dispozícii ohromné množstvo podporných ukazateľov (od prostého Volume až po Gator Oscilátor či Fibonacciho geometrické konštrukcie). Tie sú spravidla zobrazené v dolnej časti grafu, resp. samostatnom okne pod grafom cenového vývoja. Kombinácia týchto rozličných podporných ukazateľov s hlavným grafom má viesť k zvýšeniu pravdepodobnosti budúceho vývoja trendu a to predovšetkým z krátkodobého

³² ich podrobnej kvantifikácii sa venuje napr. Miloš Král, [5]

³³ odhaduje sa, že z pomedzi všetkých obchodníkov pripadá až 80 % na prívržencov technickej analýzy

hľadiska. Technická analýza slúži aj k tzv. timingu (časovaniu trhu). Pomáha nájsť vhodné okamžiky k vstupu na trh, ale aj k výstupu z neho. Tu vzniká i pojem trader (trading), čo možno vnímať ako krátkodobé (jednodňové) vysoko špekulatívne obchodovanie. Riziko volatility, ktoré je pre forex ešte mnohokrát silnejšie než iné trhy, dokáže generovať devízovému subjektu extrémne výnosy (a pochopiteľne i straty – vid' príloha II).

Obr. 4 Obchodný systém Meta Trader 4



Existujú akademické štúdie, ktoré ohlasujú zanedbateľnú predikčnú schopnosť TA, ostatné naopak potvrdzujú jej použitím vysokú výnosnosť. Merateľné formy TA (napr. nelineárne predikcie typu neurónových sietí) štatisticky preukázali značnú predikčnú schopnosť. Výskum uskutočnený FEDom poskytuje takisto silný dôkaz o využití hladín (support and resistance) pri krátkodobej (dennej) predikcii pohybu menových kurzov, hoc táto predikčná sila sa líšila pre každý menový pár zvlášť. Vo svete rapídny spôsobom stúpajú asociácie a združenia stúpcov TA³⁴, kde členovia zdieľajú svoje skúsenosti z obchodovania. Úspech aplikácie technickej analýzy totiž do značnej miery závisí na schopnostiach, ale i na jeho subjektívnom úsudku. Nie je teda prekvapujúce, ak dvaja analytici nedospejú k zhodným

³⁴ najprv v USA (MTA, AAPTA), celosvetovo (IFTA) a teraz už aj v ČR (CNATA, TASOCS)

záverom z toho istého grafu. TA je preto chápaná ako subjektívne umenie. V súčasnosti sa takisto organizuje veľa školení zdarma naprieč celým svetom vrátane ČR.

3.2.3 Psychologická analýza

Psychologická analýza, niekedy zaradovaná pod technickú analýzu ako jej významná zložka, zahŕňa súbor poznatkov o chovaní davu. Jej predmetom skúmania je psychológia trhu, predovšetkým náladovosť a emočné pohnutky vedúce k investičným rozhodnutiam. Psychologickej analýze sa venovali napr. Andre Kostolányi, John Maynard Keynes alebo samotný Gustave le Bon - považovaný zakladateľ tohto smeru. Schopnosť nepodľahnúť tlaku tržného prostredia (účastníkov), najmä zo strany analytikov, guru či tvorcov trhu a dôraz individuálnych investičných rozhodnutí predstavujú gro psychologickej analýzy. Výsledkom je usilovanie o prvenstvo, o uskutočnenie správnej reakcie skôr než ktokoľvek iný (a teda za čo najvýhodnejších podmienok).

Druhým psychologickým aspektom, s ktorým súvisí nielen táto analýza sú individuálne vlastnosti obchodníka. Zahŕňujú pojmy ako disciplína (pre úspešný timing), opatrnosť (obchádzanie rizík), objektivita, trpezlivosť či vnútorná vyrovnanosť. Spravidla týmito vlastnosťami disponujú automaticky tí, ktorí neberú obchodovanie vážne (sú im prvoradé iné stránky života), t.j. riadia sa napríklad heslom; „Peniaze boli a budú, ale my nebudeme“ alebo „Peniaze sú dobrý sluha, ale zlý pán“ a pod. Ten, kto má takýto nadhľad, dokáže v pokoji uvažovať nad vývojom trhu, neovláda ho žiadostivosť ani sa nedáva vtiahnuť do „horskej dráhy“, ku ktorej sa trh často prirovnáva.

Na záver možno objasniť niekoľko skutočností. Hoc je fundamentálna analýza protikladom technickej analýzy a každý smer má svojich lojálnych, viac či menej úspešných zástancov, autor sa prikláňa spolu s rovnako zmýšľajúcimi k využitiu oboch prístupov súčasne nasledujúcim spôsobom; pre strategický výber investície (menového páru, akcie, atď.) je výhodné postupovať podľa fundamentálnej analýzy, ktorá poskytuje faktickú podporu dlhodobého charakteru. Po tomto fundamentálnom kroku nastáva druhý dôležitý okamžik a to vytýčenie časovo optimálneho vstupu do devízovej pozície vybraného menového páru na vybranom trhu. Pre tento timing sa hodí práve technická analýza vrátane psychologickej subzložky. Táto kombinácia sa niekedy označuje ako FATA.

4 NÁSTROJE A METÓDY K ELIMINÁCII KURZOVÝCH STRÁT

Teraz, keď už sú vytýčené základné pojmy a predikčné postupy súvisiace s devízovým rizikom, nastáva vhodná chvíľa k predstaveniu samotných existujúcich zaist'ovacích finančných nástrojov. Malé a stredné podniky v ČR môžu voliť z kategórie nasledujúcich riešení.

4.1 Jednoduché zaist'ovacie praktiky

Za klasické postupy vedúce k minimalizácii kurzových strát obchodných spoločností možno zaradiť;

- menové resp. kurzové doložky
- paralelné financovanie
- finančný hedging
- leading and lagging
- faktoring a forfeiting
- poistenia devízového rizika
- tvorba rezervy a diverzifikácia

Menová (kurzová) doložka slúži k fixácii kurzu zvolenej³⁵ meny kontraktu k domácej mene dovozcu alebo vývozcu. Tzn., že pri úhrade dôjde k plateniu presne zjednanej čiastky bez ohľadu na vývoj kurzu počas lehoty vysporiadania kontraktu. Podmienkou je akceptácia kurzu oboch zúčastnených strán.

Paralelné financovanie je možné pri kooperácii nadnárodných spoločností. Je to dohoda dvoch materských firiem so sídlom v inom štáte avšak vlastniacich dcérske spoločnosti práve v štáte druhej materskej spoločnosti o poskytnutí rovnako veľkej finančnej pomoci dcérskej spoločnosti partnera (v domácej mene). Týmto postupom u žiadnej z materských firiem nedochádza k vzniku transakčného ani translačného rizika. Tento postup bol ďalej zdokonalený do formy devízového swapu, derivátu finančného trhu (kap. 4.2.1).

³⁵ voľba meny kontraktu je dôležitým momentom oboch zúčastnených strán (žiaľ pre jedného menej výhodná)

Finančný hedging v ekonomickej teórii znamená zaistenie sa proti nežiaducim finančným (devízovým) stratám. Rozlišuje sa hedging prirodzený a umelý. Prirodzený hedging spočíva v aktívnom riadení bežnej podnikateľskej činnosti podniku smerujúcom k minimalizácii rizík ich vzájomnou kompenzáciou z navzájom nesúvisiacich obchodov. Príkladom môže byť prispôbenie štruktúry financovania podmienkam aktívnych obchodov, vhodná kombinácia výrobného sortimentu, štruktúra obchodných podmienok alebo časové rozloženie dodaviek surovín. Za prirodzený hedging sa niekedy považuje aj párovanie pohľadávok a záväzkov v tej istej cudzej mene. Fakticky sa o týchto možnostiach oplatí uvažovať pretože sa jedná o najlacnejší spôsob riadenia rizík v podniku. Ak sú vyčerpané možnosti prirodzeného zaistenia, neostáva niekedy nič iné ako využiť na to vytvorené finančné nástroje. Reč je o umelom hedgingu. V praxi prebieha tak, že devízový subjekt uskutoční takú operáciu (nákup menového derivátu), ktorá uzavrie jeho otvorenú devízovú pozíciu³⁶ prostredníctvom opačnej devízovej operácie v rovnakej mene, objeme i dátume splatnosti. S tým sú už pochopiteľne spojené aj nejaké náklady a preto by mala byť pred samotnou realizáciou operácie umelého hedgingu uskutočnená dôkladná kalkulácia výhodnosti.

Leading and lagging je systém známy od pádu BWMS. Jeho podstatou je skracovanie či predlžovanie lehoty splatnosti pohľadávok a záväzkov podľa potreby devízového subjektu. Tzn. jej oddialovanie (lagging) u pohľadávok a jej skracovanie (leading) u záväzkov pri očakávaní posilnenia meny, v ktorej sú vystavené a naopak. Týmto spôsobom si podnik zníži straty z kurzového pohybu, pravda ak správne odhadne jeho vývoj. Leading and lagging je zaužívaný u multinacionálnych spoločností, kde sa práve týmto spôsobom výrazne znižujú investičné a prevádzkové náklady.

Factoring a forfaiting predstavuje podstúpenie (predaj) pohľadávok na to špecializovanej spoločnosti (faktoru) pred dobou ich splatnosti za cenu, ktorá sa nazýva diskont. Diskont závisí od počtu dní do splatnosti, diskontnej sadzby na trhu (riziko) a v neposlednom rade aj na bonite predávajúceho. Predaj pohľadávok so splatnosťou do 6 mesiacov sa označuje ako factoring, v opačnom prípade sa jedná o tzv. forfaiting. Ďalej sa rozlišuje tzv. pravý a nepravý factoring (forfaiting). U pravého faktoringu nesie riziko nezaplatenia pohľadávky faktoringová spoločnosť, ktorá nemá možnosť spätného postihu, kým u nepravého nesie

³⁶ pri otvorenej devízovej pozícii subjekt jasným spôsobom podstupuje kurzové riziko (zahraničná faktúra)

riziko pohľadávky predávajúci. Dôležité však je, že pri pravom podstúpení preberá na seba faktoringová (forfaitingová) spoločnosť všetky možné druhy rizika vrátane devízového.

Poistenie devízového rizika je ďalšou možnosťou efektívneho riadenia kurzového rizika. Jeho podstatou je oslovenie príslušnej veľkej poisťovne, výber čo najvhodnejšieho produktu a napokon zjednanie celkovej ceny, ktorá nie je práve najnižšia. Samozrejmosťou je fyzická existencia predmetnej pohľadávky. Žiaľ, poistenie devízového rizika nie je natoľko flexibilné a preto sa podniky (klienti) i finančné domy (poskytovatelia) uchýľujú skôr k použitiu menových derivátov ako prijateľnejšej alternatívy. V ČR sa poistným produktom exportných spoločností venuje EGAP a KÚP.

Poslednou vybranou a zrejme najjednoduchšou metódou je tvorba rezervy na krytie kurzových strát. Rezerva vystupuje najčastejšie vo forme prirážky zakalkulovanej do ceny. Čím väčšie kurzové riziko, tým väčšia prirážka by sa mala uplatniť. Diverzifikáciou sa rozumie voľba meny vo forme menového koša či iného súboru mien (napr. vedenie účtov v niekoľkých menách a pod.). Táto metóda je však vzhľadom na dnešné podmienky u SME pomerne nepraktická.

4.2 Pokročilé metódy devízového zaistenia

Do pokročilých metód možno zaradiť všetky praktiky súvisiace s využitím termínových devízových operácií, tzn. menových obchodov, ktorých splatnosť je viac ako 3 pracovné dni. Predovšetkým sa jedná o deriváty. Derivát sa vo všeobecnosti definuje ako finančný instrument odvodený (derivovaný) od podkladového aktíva - v našom prípade meny. Deriváty majú vždy dva a viac podkladových aktív a môžu mať takmer ľubovoľné, presne definované vlastnosti, čím sa stávajú veľmi vhodným riešením pre risk-management. Obchodujú sa ako na burze, tak OTC trhu a to najmä prostredníctvom bánk. OTC deriváty bývajú zjednávané individuálne (cenou i konštrukciou) a bývajú v porovnaní s burzovými štandardizovanými produktmi drahšie. Špecifikom derivátov je, že svojmu držiteľovi nedávajú nárok na určité budúce príjmy, ale iba na uskutočnenie určitého obchodu a teda ich hodnota sa neodvodzuje od hodnoty budúceho CF, ale hodnoty kontraktu. Finančné deriváty sa vo svojom základnom vymedzení štrukturujú na termínové obchody (forwardy a futures), opcie a swapy. Derivátový trh je však plný rôznych ich modifikácií, ktoré devízové subjekty konštruujú za účelom uspokojenia individuálnych rizikových potrieb (stratégií).

Termínové menové operácie sa oceňujú priamo z hodnôt menového kurzu ako rizikového faktoru. Spravidla u nich nevzniká problém s likviditou podkladového aktíva a tiež sú pri identickej štruktúre plne zameniteľné. Preto objem týchto obchodov celosvetovo výrazne prevyšuje promptný³⁷ trh.

4.2.1 Forward

Forward je najstarším derivátom termínového trhu. Predstavuje záväzok kupujúceho kúpiť určité množstvo meny k stanovenému dňu v budúcnu. Jeho podstata vychádza z ocenenia rozdielnej úrovne úrokových sadzieb každej z obchodovaných mien. V praxi to obvykle znamená, že diferenciál úrokových sadzieb priťahuje cudziu menu za účelom dosiahnutia vyššieho zhodnotenia oproti domácej úrokovej úrovni. S forwardom sa obchoduje iba na OTC trhoch (2/3 medzibankový trh) a jeho realizácia je stelesnená vo forwardovom kurze, ktorý je vymedzený nasledovne;

Obr. 5 Vzorec pre výpočet forwardového kurzu (forward rate)

$$FR = SR \pm \left(\frac{SR \cdot \Delta i \cdot n}{360 \cdot 100} \right)$$

SR ... spotový kurz

Δi ... úrokový diferenciál (sadzba u domácej meny znížená o sadzbu u zahraničnej meny)

n ... počet dní kontraktu

V prípade, že domáca mena je úročená nižšie ako zahraničná je Δi záporné takže uvedený vzťah nadobúda záporného znamienka (diskont) a naopak (prémia).

Oproti futures a iným derivátom sa pre svoju jednoduchú konštrukciu dajú plne ušit' klientovi na mieru. Uzatvorenie obchodu je takisto poskytované zdarma. V súčasnej dobe sú forwardové výpočty v bankách plne automatizované, aby nedochádzalo k zbytočným časov-

³⁷ trh, kde k vysporiadaniu obchodu dochádza v priebehu 2 dní, najčastejším príkladom je konverzia valút

vým únikom pre dealerov. Kombináciou spotového a forwardového obchodu dostávame swap. Preto tomuto produktu nie je venovaná zvláštna kapitola, iba schéma v prílohe VIII.

4.2.2 Futures

Futures kontrakt je povahou podobný forwardu, avšak má svoje nezameniteľné vlastnosti. Prvou je, že termínové obchody tohto typu možno uzavrieť iba cez brokera pretože sú obchodované na organizovanom trhu (burze). S tým súvisí ďalšia vlastnosť, ktorou je štandardizovanosť. Kým forwardy sa zjednávajú individuálne, futures vystupujú v postavenom objeme (lotoch), lehote splatnosti (prvá streda v 3., 6., 9. a 12. mesiaci) a mene (spravidla USD, EUR, GBP, CHF, YEN, CAD a AUD voči sebe navzájom). Tieto podmienky stanovuje samotná burza. Medzi ňou a klientom však neexistuje právny vzťah, čo je ošetrené tak, že vysporiadania obchodov prebieha cez tzv. clearingové centrum. Je to inštitúcia, kde sú dopredu zložené oboma stranami čiastočné prostriedky zaisťujúce bezporuchové zúčtovanie vzťahu. Výhodou systému je taktiež efektívne (okamžité) vyrovnanie kurzových rozdielov ihneď po uzavretí devízovej pozície. Tým, že u futures nedochádza k výmene istín (iba rozdielov), stávajú sa obchody predmetom špekulácie a len zanedbateľné množstvo je skutočne využívané pre účely podnikania. Pochopiteľne sa jedná skôr o veľké podniky, ktoré si futures vzhľadom na veľké finančné objemy môžu dovoliť.

4.2.3 Opcie

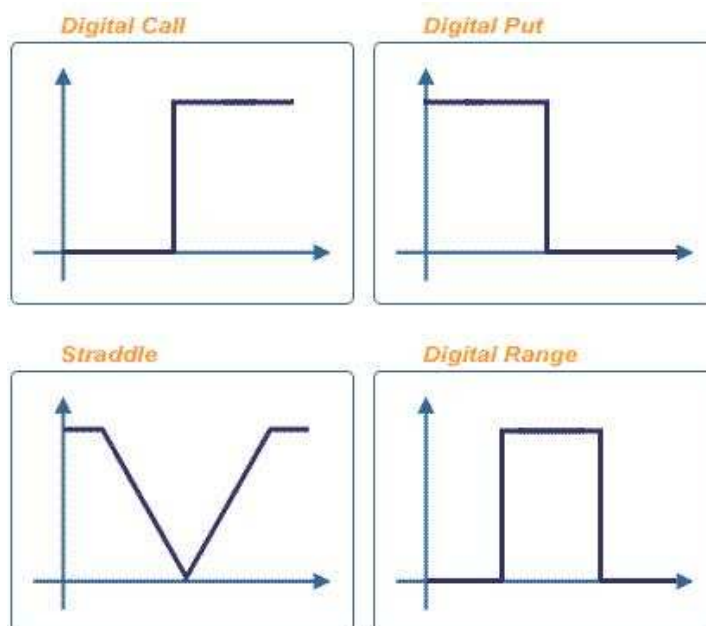
Opcie sú zmluvy, podľa ktorých má jedna zo zúčastnených strán právo (nie povinnosť) trvať na vysporiadaní zmluvy o stanovených podmienkach. Môže tak urobiť v čase jej vypršania (európska opcia) alebo v priebehu jej životnosti (americká opcia). Zriedkavo sa vyskytuje variant, kedy možno právo uplatniť k niekoľkým pevne stanoveným termínom (bermudská opcia). Ten, kto právo má, sa označuje ako držiteľ opcie, kto je povinný ho plniť potom ako vystavovateľ (upisovateľ) opcie. Uplatnenie dohodnutej ceny (strike price) za budúcu transakciu závisí od okamžitého vývoja tržnej ceny podkladového aktíva (meny). Rozdiel medzi oboma cenami sa označuje ako vnútorná hodnota (intrinsic value) a podľa vývoja môže byť kladná (in-the-money) či nulová (out-of-money), kedy k uplatneniu opcie z racionálnych dôvodov nedôjde a jej držiteľ uhradí iba nákupnú cenu (prémium).

Vzhľadom na to, že právo má vždy určitú nezápornú hodnotu, má každá opcia o určitej dobe splatnosti svoju hodnotu už v okamžiku vystavenia. Táto hodnota sa označuje ako

časová (time value) a býva určená pravdepodobnosťou, že opcia sa pri svojom uplatnení dostane do pásma in-the-money a teda prinesie jej držiteľovi zisk. Je zrejmé, že táto pravdepodobnosť bude závisieť na určitých faktoroch - v tomto prípade dvoch - na čase a volatilitate cien. Čím viac je do doby splatnosti, tým sa pravdepodobnosť znižuje (preto sú aj takéto opcie lacnejšie). Podobne volatilnejšie podmienky spôsobujú vyššie riziko a tým i nižšiu pravdepodobnosť dosiahnutia strike price. Nakoniec na opcie má vplyv aj výška tržných úrokových sadzieb. Ich rast totiž znižuje súčasnú hodnotu uplatňovanej ceny, čo je pre kúpnu (call) opciu výdajom a predajnú (put) opciu príjmom. Kupná opcia je spojená s právom nákupu meny, predajná opcia s jej predajom za vopred dohodnutých podmienok. Opcie sú k dispozícii na oboch trhoch - OTC aj burze. V prvom prípade sa množstvo, doba splatnosti i strike price zjednávajú individuálne. Na organizovanom trhu sú opcie rovnako vopred pripravené v lotoch. Nákupu opcie sa hovorí dlhá pozícia (long), predaju zas krátka (short).

Opcie sa s obľubou kombinujú do tzv. opčných stratégií. Tým sa zvyšuje efektívnosť riadenia devízového rizika, ba čo viac, realizácie mimoriadneho zisku za relatívne nízku investíciu, ktorá je rovná iba súčtu prémie za jednotlivé opcie.

Obr. 6 Príklad opčných stratégií firmy ICAP Energy, USA (osa x = tržná cena, y = výška zisku)



V ČR sa opciám venuje rada komerčných bánk a ostatných finančných domov (viď kap. 7).

II. ANALYTICKÁ ČASŤ

5 FINANČNÁ ANALÝZA SPOLOČNOSTI LINE S.R.O. (2007)

5.1 Základné informácie o podniku

Spoločnosť LINE s.r.o. sa radí do skupiny stredne veľkých podnikov a je jednou z piatich interkontinentálne založených závodov patriacich americkému investorovi. V súčasnosti má cca 80 zamestnancov a obrat blížiaci sa 0,5 mld. Kč. Samotná spoločnosť realizuje výskum, výrobu a predaj špeciálnych polyetylénových trubiek využívaných ako ochranný prvok v telekomunikačnom odvetví a pre ďalšie priemyselné účely (plynové a vodné potrubia, atď.). Existujúce geografické rozmiestnenie závodov umožňuje firme realizovať predaj svojich produktov a služieb až v 120 krajinách sveta.

Firma má zavedený systém akosti podľa ČSN EN ISO 9001:2001 v rozsahu platnosti pre vývoj, výrobu a predaj plastových trubiek a ochranných systémov. Certifikácia systému bola udelená v marci 1999. Dôsledné dodržiavanie kvality je snahou každého člena tímu. Ku zvyšovaniu kvality a spoľahlivosti výrobného procesu výrazným spôsobom prispieva podniková kultúra v podobe otvorenej komunikácie medzi všetkými pracovníkmi.

Stručne možno nami analyzovanú spoločnosť predstaviť pomocou SWOT analýzy.

Obr. 7 Zjednodušená SWOT analýza firmy LINE s.r.o.

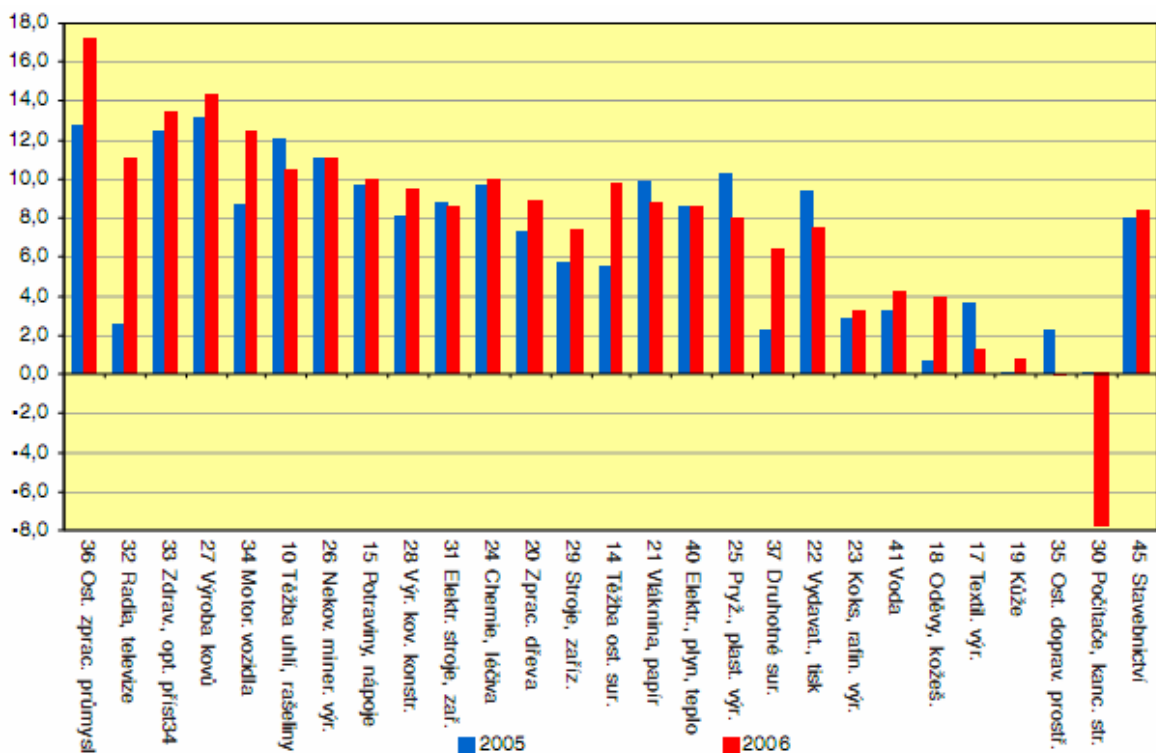
<p>Silné stránky:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ prestížny zahraničný investor ▪ špecializácia výroby ▪ ISO a iné certifikáty kvality ▪ technologický trend ▪ vývojové aktivity 	<p>Slabé stránky:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ citlivosť cien VF na prírodné i politické faktory ▪ diverzifikácia odberateľskej siete ▪ pasivita v riadení devízového rizika
<p>Príležitosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ nové obchodné vzťahy ▪ inovácie a vývoj produktov ▪ efektívnejší finančný manažment ▪ budovanie imidžu a reklamy 	<p>Hrozby:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ vznik silnej konkurencie ▪ strata hlavného odberateľa ▪ zmeny cien vstupov ▪ kurzové straty

Zdroj: interné firemné materiály (vlastné spracovanie)

Ako ďalej vyplýva z analýz za fiškálny rok 2007, spoločnosti sa odporúča pretransformovať odberateľské vzťahy za účelom zníženia rizík plynúcich zo závislosti na majoritnom odberateľovi. V súčasnosti tiež síce spoločnosť profituje z ojedinelého postavenia daného špecializovanou výrobou, do budúcnosti sa však čoraz viac preferujú bezdrôtové technológie a optické vlákna sa v telekomunikačnej a dátovej sfére obmedzujú len na napájacie prvky, čo je dobré mať na zreteli pri dlhodobom výhľade. Rovnako sa v blízkej budúcnosti očakáva výrazné diktovanie cien neobnoviteľných zdrojov strategických surovín (OPEC a pod.), čo povedie k nárastu vstupných nákladov. LINE s.r.o. ako inak pozitívne hodnotená spoločnosť môže byť v prípade neefektívneho riadenia svojej devízovej pozície zbytočne vystavovaná nekalkulovaným finančným únikom.

Z hľadiska OKEČ možno LINE s.r.o. zaradiť do kategórie 25 (DH) - Výroba pryžových a plastových výrobkov. Táto vetva priemyslu vykazuje za posledné štatisticky spracované obdobie, ktorým je rok 2006, uspokojivé finančné výsledky. Jej pozícia z pohľadu produkčnej sily (ROA) je v rámci odvetví komparatívne znázornená v nasledujúcom grafe.

Obr. 8 Vývoj rentability aktív v českom priemysle podľa jednotlivých odvetví

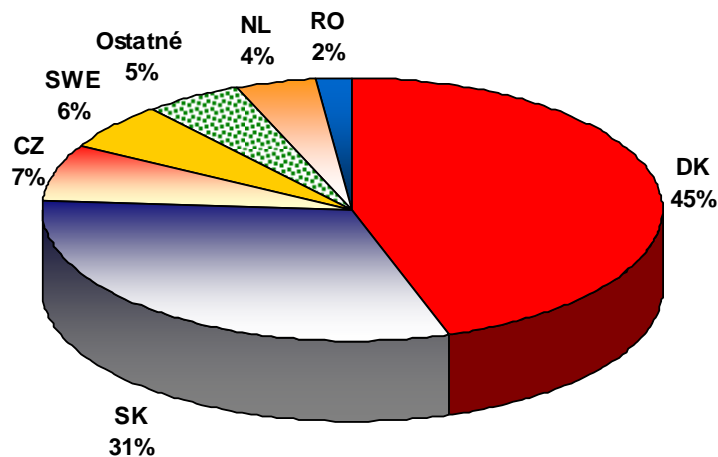


Zdroj: MPO ČR

5.1.1 Teritoriálna štruktúra tržieb

LINE s.r.o. ako jediný závod v Európe zabezpečuje uspokojenie zákazníkov predovšetkým v EÚ. Hlavným odberateľom výrobného sortimentu, ktorý je tvorený prevažne špeciálnymi mikrotrubičkami (65 % portfólia) s patentovanou klznou (silikónovou) vrstvou, predstavujú krajiny Škandinávie podieľajúce sa na exportnom trhu viac než polovicou (Dantex Plastror A/S, atď.). Podnetom je výstavba alternatívnej siete FTTH dánskymi energetickými firmami. Významná časť produkcie smeruje tiež na Slovensko (Slovak Telekom, PEEM Slovakia, Orange Slovensko a i.), pričom ale drvivá väčšina týchto pohľadávok je vystavených v EUR (viď príloha IV). Zloženie minuloročne realizovaných tržieb demonštruje graf.

Obr. 9 Teritoriálna skladba tržieb LINE s.r.o. (2007)



Zdroj: interné firemné materiály (vlastné spracovanie)

Ako je vidieť, zákazky spoločnosti sú výhradne zahraničného charakteru a len 7 % celkových tržieb v predošlom hospodárskom roku bolo realizovaných v CZK. K tuzemským partnerom patria spoločnosti ako Telefónica O2 či České dráhy.

Predajnosť sleduje sezónny trend charakteristický pre tento trh. Najvyššie tržby sú dosahované v mesiacoch Máj a Október. V priemere býva 71 % pohľadávok uhradených v rámci lehoty splatnosti, ktorá činí spravidla 30 dní odo dňa vystavenia faktúry³⁸.

³⁸ spočítané podľa stavu pohľadávok za mesiac Február 2008

5.2 Finančné ukazatele

Spoločnosť LINE s.r.o. sa z hľadiska finančnej výkonnosti etablovala ako špička medzi podnikmi v rámci definovaného klastru ČR³⁹. Nadpriemerných hodnôt finančných ukazateľov dosahuje bez potreby financovania svojej činnosti cudzími zdrojmi vo forme bankových úverov. Jej majetková a kapitálová štruktúra je natoľko konzervatívna, že zďaleka obchádza zlaté pravidlo financovania. Napriek týmto kozmetickým vadám hĺbková finančná analýza potvrdila nezanedbateľnú tvorbu hodnoty pre vlastníkov, keď ukazateľ EVA dosiahol za rok 2006, kedy ešte firma nedosahoval tak značného výnosu, výšku 49,5 mil. Kč⁴⁰. Pozitívne hodnotenie nestráca na význame ani v súčasnosti, keď spoločnosť kontinuálne expanduje, ako ďalej potvrdia aktuálne výkonnostné indikátory.

5.2.1 Orientačné ukazatele

Pre úplnosť zoznámenia sa s analyzovaným podnikom boli zostavené nasledujúce základné finančné charakteristiky.

Tab. 10 a 11 Absolútne ukazatele podniku LINE s.r.o.

(v tis. Kč)	2005	SX05	2006	SX06	2007	SX07	07/06
Tržby z predaja tovaru	11 874	16%	16 291	5%	42 623	9%	162%
Výkony	151 724	207%	302 058	91%	409 734	87%	36%
Tržby za vlastné výkony	148 508	203%	283 849	86%	407 480	87%	44%
Zmena stavu + aktivácia	3 216	4%	18 209	6%	2 254	0%	-88%
Ostatné výnosy	5 481	7%	11 854	4%	16 261	3%	37%
CELKOVÉ VÝNOSY	169 079	231%	330 203	100%	468 618	100%	42%
Náklady na tovar	19 596	24%	16 893	5%	38 547	8%	128%
Výkonová spotreba	87 972	106%	185 668	56%	283 256	60%	53%
Nákladové úroky	0	0%	0	0%	0	0%	0%
Odpisy	9 945	12%	8 132	2%	12 726	3%	56%
Osobné náklady	18 337	22%	28 980	9%	38 346	8%	32%
Ostatné náklady	5 531	7%	16 632	5%	20 223	4%	22%
CELKOVÉ NÁKLADY	141 381	170%	256 305	78%	393 098	84%	53%

Poznámky: Podľa štruktúry výkazu zisku a strát je vidieť značný výrobný charakter podniku, keď tržby z vlastnej produkcie predstavujú necelých 90 % objemu. Položka ostatné náklady nezahŕňa vymeranú daň.

³⁹ výsledok analýzy projektu GA ČR 402/06/1526 uskutočneným UTB FaME Zlín (2005)

⁴⁰ výsledok analýzy autorov Špico J. a Gaborčík M. spracovanej v rámci štúdia na UTB FaME Zlín (2006)

(v tis. Kč)	2005	SX05	2006	SX06	2007	SX07	07/06
AKTÍVA CELKOM	180 290	129%	276 960	100%	221 897	100%	-20%
<i>Dlhodobý majetok</i>	81 569	58%	86 692	31%	90 546	41%	4%
DNM	0	0%	0	0%	0	0%	0%
DHM	81 569	58%	86 692	31%	90 546	41%	4%
DFM	0	0%	0	0%	0	0%	0%
<i>Obežné aktíva</i>	98 283	70%	189 998	69%	131 009	59%	-31%
Zásoby	11 036	8%	19 781	7%	19 957	9%	1%
Pohľadávky	55 811	40%	99 313	36%	55 387	25%	-44%
Finančný majetok	31 436	22%	70 904	26%	55 665	25%	-21%
<i>Časové rozlíšenie</i>	438	0%	270	0%	342	0%	27%
PASÍVA CELKOM	180 290	129%	276 960	100%	221 897	100%	-20%
<i>Vlastný kapitál</i>	159 154	113%	220 307	80%	179 150	81%	-19%
Základný kapitál	21 609	15%	21 609	8%	21 609	10%	0%
Fondy zo zisku	3 024	2%	3 237	1%	3 110	1%	-4%
Kapitálové fondy	1 421	1%	1 421	1%	1 420	1%	0%
VH minulých období	105 402	75%	132 801	48%	94 678	43%	-29%
VH	27 698	20%	61 239	22%	58 332	26%	-5%
<i>Cudzí zdroje</i>	20 351	15%	56 634	20%	42 200	19%	-25%
Rezervy	510	0%	1 011	0%	189	0%	-81%
Dlhodobé záväzky	0	0%	420	0%	420	0%	0%
Krátkodobé záväzky	19 841	14%	55 203	20%	41 591	19%	-25%
BÚ	0	0%	0	0%	0	0%	0%
<i>Časové rozlíšenie</i>	785	1%	19	0%	548	0%	2784%

Poznámka: Hlavným zdrojom financovania je v prípade potreby zadržaný zisk, spoločnosť nevyužíva žiadne úvery.

5.2.2 Pomerové ukazatele výkonnosti

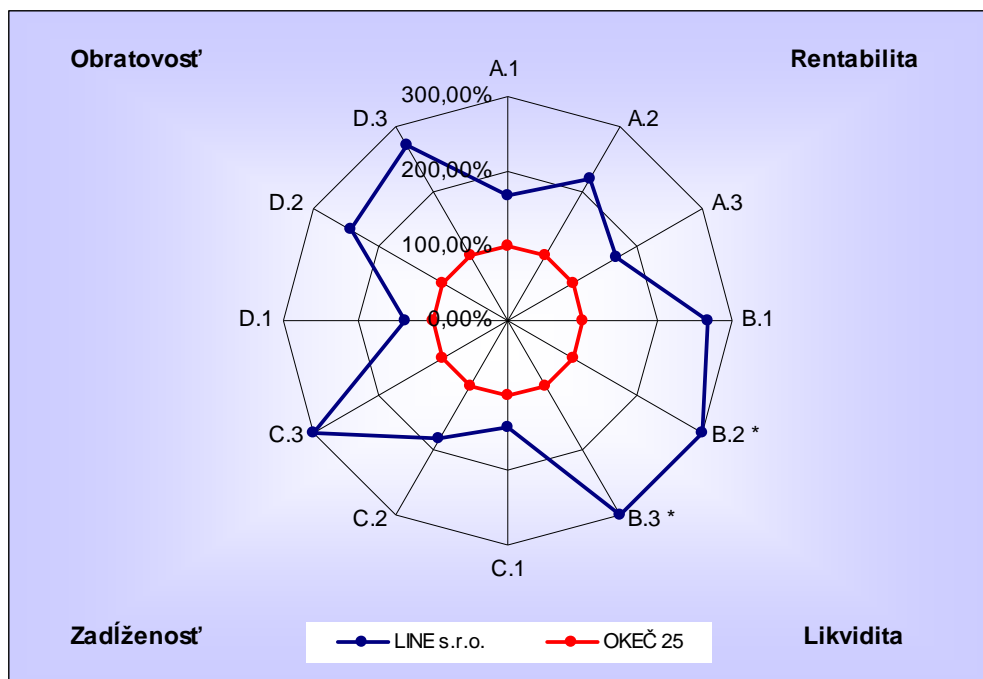
Za objektívny a z hľadiska vypovedacej schopnosti v celku efektívny spôsob prezentácie finančnej výkonnosti podniku je považovaná analýza pomerových ukazateľov v podaní sieťového grafu. Spider analýza, ako sa tomuto prístupu tiež hovorí, využíva sústavu navolených indikátorov analyzovaného podniku a zvoleného benchmarku (v tomto prípade odvetvia) pre účely grafického zrovnania. Čím sú finančné ukazatele ďalej od stredu grafu, tým pre analyzovaný podnik lepšie. Benchmark predstavuje 100 %. Podnik je výkonnejší pri prekročení týchto hodnôt a naopak zaostáva, ak jeho krivka nedosahuje túto kružnicu.

U spoločnosti LINE s.r.o. boli potvrdené nadštandardné výkony i za posledný fiškálny rok, keď každý z vybraných ukazateľov dosiahol niekoľkonásobne lepších čísel než je priemer v odvetví plastových a pryžových výrobkov. Stratégia podniku je vysoko konzervatívna, čistý pracovný kapitál prevyšuje cudzie zdroje trojnásobne. Pozitívne možno hodnotiť dvakrát rýchlejšie inkasa i úhrady faktúr ako je priemer u konkurencie. Podnik dosiahol vysokých hodnôt v oblasti likvidity, čo svedčí o nevyužitom potenciáli finančných prostriedkov.

Tab. 12 Pomerové ukazatele spoločnosti LINE s.r.o.

			LINE s.r.o.	OKEČ 25
Rentabilita	A.1	Rentabilita vlastného kapitálu	32,56%	19,46%
	A.2	Rentabilita aktív	34,04%	15,46%
	A.3	Rentabilita tržieb	16,70%	10,01%
Likvidita	B.1	Celková likvidita	3,15	1,18
	B.2	Pohotová likvidita	2,67	0,83
	B.3	Okamžitá likvidita	1,34	0,08
Zadĺženosť	C.1	VK / Aktíva	80,74%	56,44%
	C.2	Dlhodobé zdroje / DM	198,32%	108,03%
	C.3	CZ / VK	0,24	0,77
Obratovosť	D.1	Obrat aktív z výnosov	2,11	1,54
	D.2	Doba obratu pohľadávok	44	107
	D.3	Doba obratu záväzkov	33	90

Obr. 10 Sieťová analýza spoločnosti LINE s.r.o.



Poznámka: * - pre grafické účely bol maximum hodnôt stanovený na 300 %

Klasické ukazatele výkonnosti potvrdzujú zdravý charakter podniku, od ktorého sa očakáva predpoklad „going concern“. Analýza na tejto úrovni nám zatiaľ nemôže odhaliť skryté náklady, akými sú kurzové straty.

5.3 Analýza devízovej pozície

Predpokladá sa, že spoločnosť LINE s.r.o. ako zahranično-obchodný podnikateľský subjekt zaujíma otvorenú devízovú pozíciu, čo sa odráža na fluktuujúcich hodnotách príslušných účtov ÚZ. Údaje odhalené analýzou realizovaných zahraničných transakcií sú šokujúce;

Tab. 13 Detaily účtov 56 a 66 u spoločnosti LINE s.r.o. (Kč)

Rok	2005	2006	2007	*2008
Kurzový zisk	2 148 662	3 161 067	7 690 713	775 945
Kurzová strata	8 793 532	9 723 986	15 349 618	2 292 624
Rozdiel	-6 644 870	-6 562 919	-7 658 905	-1 516 679
% EAT	23,99%	10,72%	13,13%	-

Poznámky: * orientačný údaj iba za mesiac Február

Transakčné riziko, ako je vidieť z uvedeného prehľadu, ostáva pre firmu dlhodobou záťažou. Objasniť, prečo je tomu tak, bolo jedným z primárnych cieľov tejto práce.

5.3.1 Prístup firmy k riadeniu menového rizika

Spoločnosti LINE s.r.o. bol predložený úvodný dotazník, ktorého vyplnenie zahájilo práce na analýze (viď príloha III). Po sérii konzultácií s výkonným manažmentom aj jednatelom spoločnosti došlo k zisteniu, že firma doteraz neriadila a ani v súčasnosti aktívne neriadi devízové riziká. Navyše, pri akomkoľvek strategickom manévri uplatňuje vysoko konzervatívnu politiku, ktorá rešpektuje zámery amerického majiteľa (LINE Corp.).

Ako uviedol riaditeľ spoločnosti, tento prístup má svoje dôvody. V období rokov 1996-97 došlo na jednej z pobočiek finančných domov, u ktorého má LINE s.r.o. vedený účet, k neoprávnenému výberu hotovosti (de facto krádeži) jedným z internistov. Preto je od tejto udalosti všetok prevod firemného CF riadený systémom tzv. kódových tabuliek, ktorými disponuje iba americká strana. Akákoľvek (devízová) transakcia musí byť podložená a preukázateľná. Až sú splnené predpoklady, dochádza k uvoľneniu potrebnej výšky finančných prostriedkov z tzv. deposit account (zberný účet) na tzv. checking account (kontrolný účet). Prostriedky na checking account sú už plne k dispozícii manažmentu LINE s.r.o. pre uskutočnenie platových operácií, predovšetkým k úhrade záväzkov. Týmto spôsobom sa sleduje bezpečnosť, hoc i vysokej likvidity. Žiadnu individuálnu manipuláciu s voľnými prostriedkami (napr. pre účely hedgingu, či špekulácií) tak vedenie neodporúča.

Pri uvádzaní fakturačného kurzu u pohľadávok sa používa stredový kurz ČNB v príslušný deň, ktorý banka kótuje každých 14:30 hod. mimo víkendy a uznávané sviatky. U záväzkov sa kalkuluje s momentálnym colným kurzom. K vymedzeniu efektu transakčného rizika sa každý mesiac zavedeným softwarom vykalkulujú kurzové straty a kurzové zisky z faktúr vydaných, faktúr prijatých i prostriedkov na existujúcich devízových účtoch.

5.3.2 Východiská a závery analýzy devízovej pozície

Obecne má byť pre LINE s.r.o. cieľom dosiahnutie vyrovnania medzi pohľadávkami a záväzkami znejúcimi na cudziu menu. Vtedy firma nemusí uskutočňovať konverzie do domácej meny a naopak, čím v konečnom dôsledku nepodstupuje transakčné riziko z kurzového vývoja. Preto je samozrejmé, že pri akomkoľvek importe surovín či materiálu z cudziny sa žiada aj realizovať export a predaj vlastných výrobkov a to v tej istej mene a ideálne v ekvivalentnom množstve. Situácia platí i opačne, keď podnik časť svojich vstupov dováža, čo je takisto prípadom analyzovanej firmy. LINE s.r.o. ako exportne orientovaná spoločnosť by preto mala mať vysoký podiel záväzkov denominovaných v EUR. Avšak analýza ukázala nasledujúcu skutočnosť;

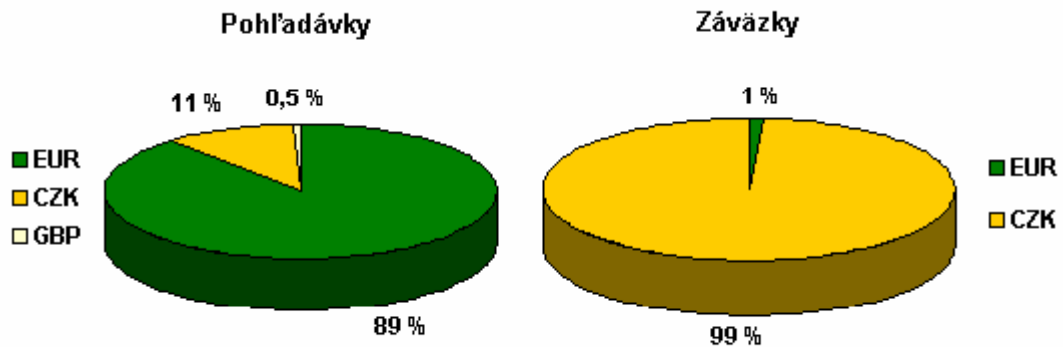
Tab. 14 Rozbor pohľadávok a záväzkov u spoločnosti LINE s.r.o. (2006)

tis. Kč		režijné	materiálové	investičné	celkom
Pohľadávky	tuzemsko	23 189			23 189
	zahraničie	284 983			284 983
Záväzky	tuzemsko	34 410	147 040	13 939	195 389
	zahraničie	14 212	8 167	324	22 703

Napriek tomu, že príslušné údaje nepochádzajú z posledného fiškálneho roku, ale roku 2006, alokačná skladba príjmov a výdavov sa u tejto výrobnéj firmy v súčasnosti markantne neodlišuje. Ako ukázal rozbor, spoločnosť skutočne zaujíma otvorenú devízovú pozíciu, keďže zahranično-obchodné pohľadávky prevyšujú záväzky tohto charakteru v korunovom vyjadrení o plných 262 mil. Pretože nákupy materiálu a služieb realizuje spoločnosť výhradne na domácom trhu (Unipetrol RPA, Plastochem, Duo PD autodoprava a i.), niet divu, že vplyvom udalostí na menovom trhu firme každoročne utekajú finančné prostriedky, ako vo forme kurzových strát pre neriadenie devízového rizika, tak príležitostí z aktívneho podieľania sa na kurzovom vývoji a dosahovania mimoriadneho zisku použitím nadbytočných a inak nevyužívaných likvidných prostriedkov (viď krátkodobý finančný majetok).

Pre účely analýzy možno firemné pohľadávky ďalej rozčleniť podľa meny, na ktorú znejú. Firma inkasuje tržby majoritne v EUR (cca 90 % produkcie), čím sa aj pre účely tejto práce bude klásť dôraz práve na menový pár CZK/EUR.

Obr. 11 Menová štruktúra pohľadávok LINE s.r.o. (04/08)



Zdroj: interné firemné materiály (vlastné spracovanie)

Pretože zahranično-obchodné záväzky tvoria necelých 8 % objemu zahranično-obchodných pohľadávok, je pre firmu využitie prirodzeného hedgingu v podobe párovania dokladov ako primárnej stratégie bezvýznamné (viď príloha V). Tento nesúlad je výsledkom toho, že VF získavané firmou na domácom trhu sú lacnejšie ako ich exportná alternatíva. Rovnako, pre existujúcu slabú devízovú diverzifikáciu tržieb (SKK a EUR) podstupuje firma vyššie menové riziko, ako keby svoje pohľadávky realizovala vo viacerých menách. Diverzifikáciou by sa totiž znižovala korelácia vývoja CZK s ostatnými menami, čím by plynule dochádzalo ku kompenzácii kurzového rizika. U LINE s.r.o. je preto nutné aplikovať efektívnejšie riešenie.

V prípade, ak by spoločnosť do budúcnosti predsa len uvažovala využívať úvery ako lacnejší zdroj financovania podnikania, mala by siahnuť po takomto zdroji denominovanom v EUR. Zvýšilo by sa tým predchádzanie vzniku devízového rizika. Tento variant momentálne ostáva otvorený (na zvážení managementu firmy).

Ako ideálne riešenie pre nemalé kurzové straty sa spoločnosti priam samo ponúka využitie nástrojov derivátového trhu opísaných v kap. 4.2. Oproti doteraz uvedeným riešeniam predstavujú menové deriváty omnoho flexibilnejší prístup pre zladenie peňažných tokov.

6 ANALÝZA VÝVOJA EKONOMIKY ČR A EMÚ (EÚ-15)

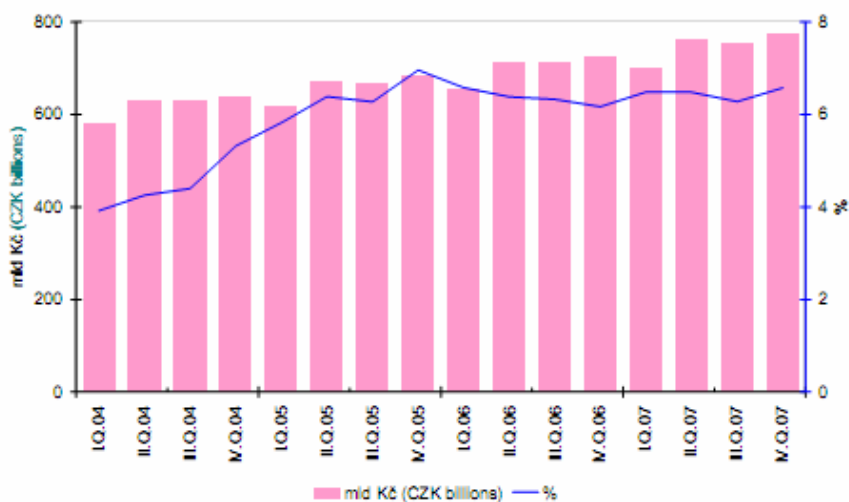
Po získaných analytických údajoch o podniku možno pristúpiť k rozboru reálnych finančných ukazateľov opisujúcich momentálny makroekonomický stav ČR a Eurozóny⁴¹, nevyhnutný pre predikciu vývoja FX trhu a následnú aplikáciu nástrojov k minimalizácii kurzových strát. Je vhodné dodať, že vyspelé svetové finančné trhy sa momentálne nesú v znamení častých turbulencií (politické napätia) a tiež neistoty pre očakávané spomalenie svetového ekonomického rastu súvisiaceho s pádom USA do ťažkej hospodárskej recesie (3/2007)⁴².

6.1 HDP

Vývoj hrubého domáceho produktu (tiež GDP) úzko súvisí s hospodárskym cyklom. Zdravý vývoj potvrdzuje húževnatosť ekonomiky a má tendenciu tlačiť na posilňovanie domácej meny. Tú potom musia správnym prístupom korigovať monetárne orgány v podobe CB.

6.1.1 Vývoj v ČR

Obr. 12 Objem a prírastok HDP oproti rovnakému kvartálu minulého roku



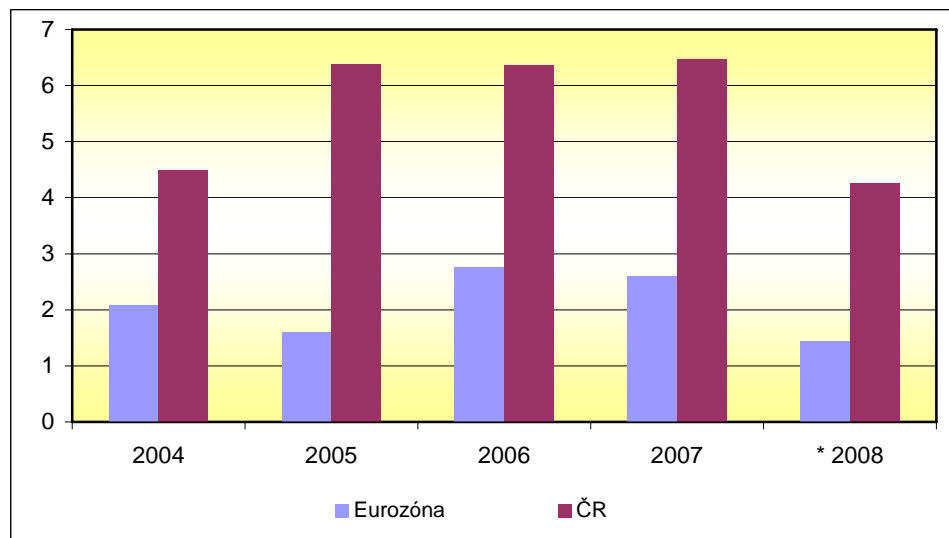
Zdroj: ČNB

⁴¹ pracovný pojem pre krajiny, ktoré prijali euro za svoju oficiálnu menu (netýka sa teda ČR či SR), tiež EMÚ

⁴² túto skutočnosť už potvrdil mimo iné rešpektovaný americký ekonóm Martin Feldstein či samotné OECD

Čo sa samotného medziročného rastu HDP týka, česká ekonomika rástla tempom cca 6 % v rokoch 2005 až 2007. Za posledné obdobie uvádzajú odhady IMF jej medziročné spomalenie na úroveň 4 %, čo je stále viac ako priemer Eurozóny. Českú ekonomiku dlhodobo ťahá hlavne rozvinutý priemysel (predovšetkým strojársky), sektor služieb (najmä finančníctvo) ako aj spotreba domácností, podieľajúca sa na tvorbe HDP ČR rovnou polovicou.

Obr. 13 Vývoj medziročného HDP v ČR a Eurozóne (%)



Pozn.: * - štatistický odhad personálu IMF

Zdroj: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008 (vlastné spracovanie)

Ako je vidieť z grafického vývoja, ČR ako emerging ekonomika dosahovala v každom zo sledovaných období vyššieho tempa rastu. V súčasnosti prechádza výkonnosť k jemnému útlmu u oboch ekonomík, ktorý pre svoj paralelný charakter s vysokou pravdepodobnosťou neovplyvní vzťah menového kurzu CZK a EUR.

6.1.2 Vývoj v Eurozóne

Krajiny EMÚ dosiahli v roku 2006 najlepšieho výsledku rastu HDP za posledné roky. Hoc by sa mohlo zdať, že Európa, ktorá v ukazateli po dlhých rokoch tromfla i USA, sa konečne prebrala k životu, nie je tomu celkom tak. Najväčšia kontinentálna trojka (Nemecko, Francúzsko, Taliansko) síce zaznamenala pozitívny trend, ale ten vzhľadom na sériu fundamentov opäť povolil. Medzi ne určite patrí vysoká miera úspor resp. nízka spotrebiteľská

aktivita, vyvolaná obavami obyvateľov pre existujúce neriešené domáce ekonomické problémy (vysoká nezamestnanosť, nereformované penzijné systémy, množstvo administratívnych a daňových bariér, presúvanie priemyselnej výroby smerom na nákladovo prínosnejší východ). Vo veľkých podnikoch ďalej neustále dochádza k redukciám pracovných miest (Airbus, Continental a pod.). Čo je však, zvlášť najmä pre toto obdobie, dôležité vyzdvihnúť, je absolútna prepojenosť európskej ekonomiky s americkou. Tá je daná vysokou závislosťou exportu do USA práve pre nízku spotrebiteľskú aktivitu Eurozóny. Akákoľvek hospodárska turbulencia či celkový pokles aktivity USA tak má pre starý kontinent dvojnásobný dopad. Ekonomovia napríklad aktuálne mentorujú hlavne o vznikajúcej recesii ako aj olympiáde v Číne, ktorá môže stať za umelým nafúknutím akciových trhov (viď kap. 3.1.3).

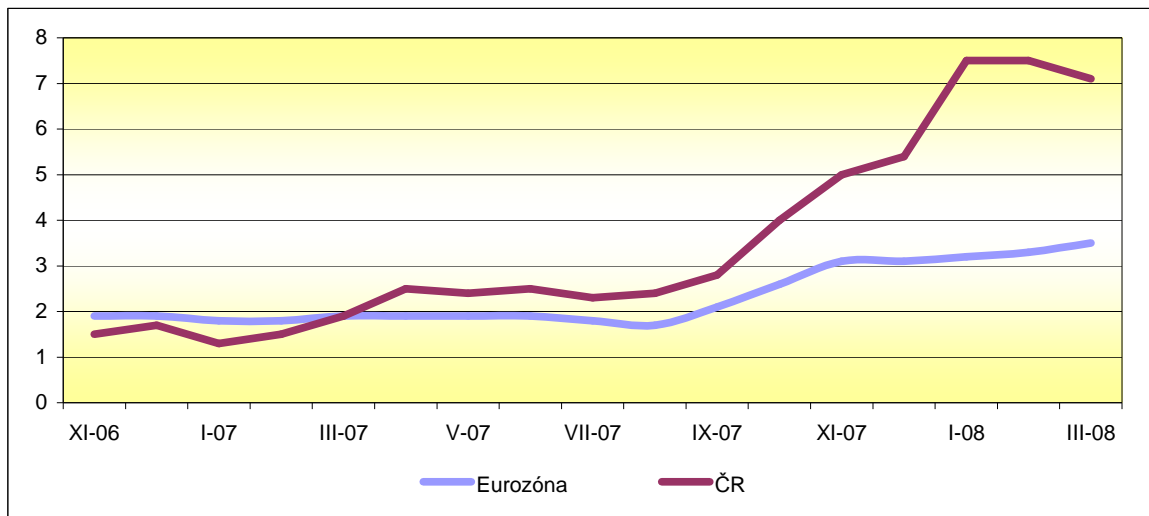
6.2 Inflácia

Vývoj cenovej hladiny je ďalším dôležitým agregátom, využitelným ako benchmarkingový ukazateľ. Vyššia inflácia v krajine má za následok znehodnocovanie (depreciáciu) domácej meny voči okolitým menám a vyžaduje si reštriktívnu monetárnu politiku (zvýšenie úrokových sadzieb, stiahnutie peňazí z obehu a pod.).

6.2.1 Vývoj v ČR

ČR dosahovala dlhodobo nízkych hodnôt inflačného indexu s výnimkou posledných mesiacov, kedy sa ČNB nepodarilo primerane reagovať na celosvetové zvýšenie cien komodít a energií. Zmenu CPI tak pocítili aj spotrebiteľia, keď došlo k skokovému nárastu cien základných potravín. Zvýšenie nakoniec ovplyvnilo i ceny nájomného. Na súčasnú situáciu už odpovedal člen bankovej rady slovami, že situácia je dočasného charakteru a očakáva sa návrat na pôvodné hodnoty okolo 3,5 % začiatkom budúceho roku. S infláciou súvisiaca referenčná úroková sadzba (2T repo) je momentálne nastavená na hodnote 3,75 % (viď príloha VII). Riziká pre infláciu sú vyvážené, avšak situácia je podľa ČNB v týchto dňoch extrémne neistá a sadzby sa môžu vydať akýmkoľvek smerom. Ako však ukáže graf vývoja menového páru EURCZK, zvýšená inflácia vôbec nespomalila kontinuálne posilňovanie koruny voči euru. Silná koruna tak sama o sebe pôsobí protiinflačne. Pokiaľ ide o situáciu v priemysle, index PPI rástol medziročne o 4,1 % (2007).

Obr. 14 Zrovnanie inflačného vývoja v ČR a Eurozóne (%)



Zdroj: Euroekonom (vlastné spracovanie)

6.2.2 Vývoj v Eurozóne

Inflácia je v Eurozóne monetárne riadená ECB, ktorá sa formálne zrodila ako následníčka inštitúcia po Európskom menovom inštitúte v júni 1998. Jej úlohou je udržiavať medziročný rast cenovej hladiny v oblasti označenej ako cenová stabilita (konkrétne pod 2 %). Ako je vidieť z analýzy, inflačný cieľ sa vymkol spod kontroly v treťom kvartáli minulého roku. Eurozóna tak vkročila do roku 2008 s najvyššou mierou inflácie za posledných 14 rokov. Hoc panuje väčšinová zhoda nad tým, že by sa mali inflačné tlaky v priebehu ďalších mesiacov vracať k normálu, rada centrálnych bánk sa oprávnene obáva predĺženia tohto negatívneho efektu vrátane jeho preniknutia do strednodobého horizontu. Medzi ne patrí aj samotná ECB, ktorá už necelý rok udržiava kľúčovú úrokovú sadzbu na úrovni 4,00 %, zatiaľ čo napr. Bank of England, Bank of Canada, no najvýraznejšie aj americký FED už začali svoje úrokové sadzby dosť výrazne znižovať. Tuhá politika ECB a jej budúci dopad na hospodársky vývoj Eurozóny sa v posledných mesiacoch stáva medzi ekonómami predmetom častých debát. Keďže prvoradou prioritou ECB je cenová stabilita, banka nemá toľko slobody ako napríklad FED, ktorý sa vedľa inflácie stará tiež o nezamestnanosť a hospodársky rast. Svoju úlohu v Európe zohráva aj silná pozícia zamestnancov a odborových zväzov, kde v prípade rastu inflačných tlakov hrozí nebezpečenstvo presiaknutia inflácie cez mzdové vyjednávanie (Nemecko, Francúzsko). Pri ďalšom prehlbovaní hypotekárnej krízy tak môže pre vysoké sadzby na stagfláciu najviac doplatiť práve Európa.

Ku grafu je azda ešte vhodné poukázať na vstup Slovinska do Eurozóny k 1. januáru 2007. Pretože je Slovinsko malým štátom s približne dvoma miliónmi obyvateľov, nemala jeho miera inflácie žiadny vplyv na výšku rastu spotrebiteľských cien Eurozóny. Naopak Slovinsko, inak adekvátne pripravené, zaznamenalo po vstupe zvýšenie CPI na 2,8 %, čo bolo o 1 % nad priemerom EU-12.

6.3 Nezamestnanosť

Nezamestnanosť je ďalším významným makroekonomickým agregátom. Podľa makroekonomickej teórie má nezamestnanosť pozíciu protipólu k inflácii. Tento fakt vychádza z tvaru agregátnych veličín (ponuka, dopyt) a bodu rovnováhy. Zvýšenie cenovej hladiny spojené s nárastom HDP má za následok zníženie mieri nezamestnanosti a naopak⁴³. Nezamestnanosť je jedným z ex-post (neskorých) ukazateľov.

Podľa ILO sú za nezamestnaných považované tie osoby, ktoré v určitom období nemali žiadne zamestnanie, neodpracovali ani jednu hodinu za mzdu či odmenu a aktívne hľadali prácu⁴⁴. Miera nezamestnanosti znamená percentuálny podiel zamestnaných k celkovej pracovnej sile, t.j. zamestnaným i nezamestnaným.

Nezamestnanosť sa obecné klasifikuje na sezónnu (ročné obdobia), frikčnú (zmena zamestnania), štrukturálnu (požiadavky odvetví) a cyklickú (hospodársky cyklus). Zvlášť cyklická nezamestnanosť je postrehnuteľná v grafe. Pretože istá frikčná a sezónna nezamestnanosť je nutná a dokonca žiaduca, plná zamestnanosť sa nedefinuje ako nulová nezamestnanosť, ale za ekonomicky prívetivé sa obecné považujú 4-6 % hodnoty mieri nezamestnanosti. V súvislosti s nezamestnanosťou sa dáva do popredia aj vývoj miezd, čím sa obe meradla stávajú obyčajne predmetom predvolebných kampaní.

6.3.1 Vývoj v ČR

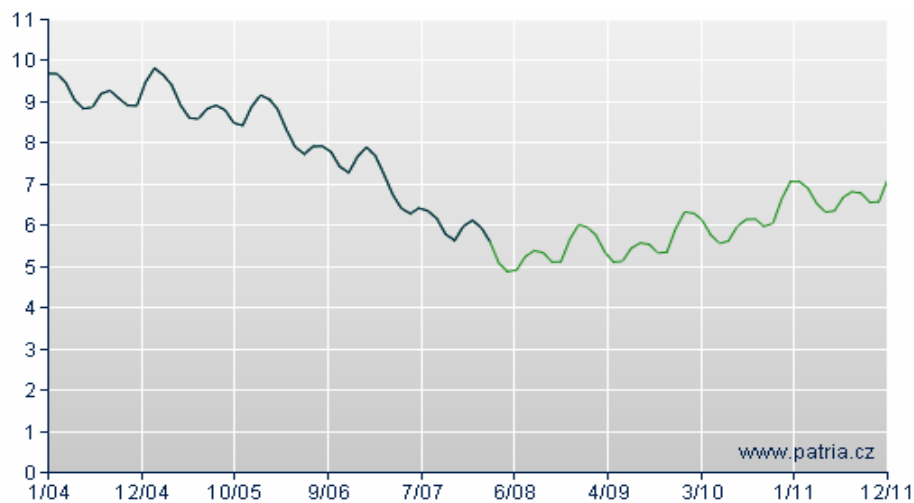
Údaje o miere nezamestnanosti sleduje v ČR Ministerstvo práce a sociálnych vecí, vychádzajúc z informácií úradov práce a ČSÚ. Česká ekonomika je od vstupu do Európskej únie v príkladnej kondícii, vrátane nezamestnanosti, kde atakuje dávno zabudnuté čísla z pred-

⁴³ táto závislosť je v ekonómii ďalej prezentovaná v podobe tzv. Philipsovej krivky

⁴⁴ definícia prevzatá z článku *Mzdy rastou díky nižší nezaměstnanosti*, Ondrová Elena (www.finance.cz)

chádzajúceho desaťročia. Podľa Patria Finance dosiahla posledná úroveň hodnoty 5,6 % (3/2008), čo v prepočte predstavuje cca 341 tis. občanov. Na jedno pracovné miesto pripadali koncom marca iba 2,2 nezamestnané osoby. Do pozitívnych hodnôt prihrávalo aj globálne otepľovanie, keď pre slabú zimu nemuseli v tuzemsku pozastavovať stavebné práce. Dopyt po práci tak znovu stúpa. Od roku 2000 tiež odchádzajú do dôchodku niektoré silnejšie ročníky. Počnúc 2004, kedy sa ČR vstupom do štruktúr EÚ otvorila pohybom tovaru a výrobných faktorov, je tuzemský pracovný trh značne zastúpený kvalifikovanou zahraničnou pracovnou silou (cca 100 tis. Slovákov, 50 tis. Ukrajincov – evidované údaje robotníkov). Tento cezhraničný pohyb je okrem iného podporovaný zahraničnými investormi formou súkromných dotácií. Hoc by sa pri dlhodobo posilňujúcej korune mohlo očakávať prepúšťanie zo strany veľkých podnikov, teoreticky vedúce k náraste nezamestnanosti, táto závislosť nebola potvrdená, avšak od roku 2008 ekonómovia očakávajú mierny obrat.

Obr. 15 Historický vývoj a predpoveď miery nezamestnanosti v ČR (%)



Pozn.: Na grafe sú jasne viditeľné sezónne výkyvy typické pre tento makroekonomický agregát

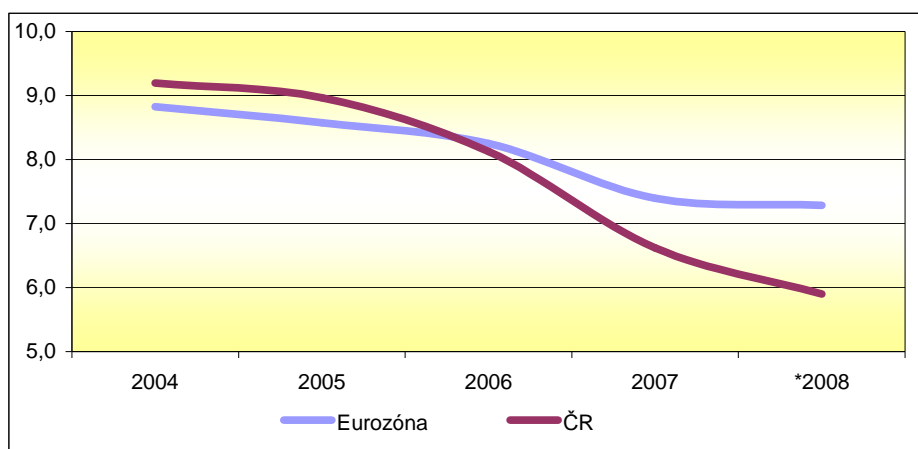
6.3.2 Vývoj v Eurozóne

Miera nezamestnanosti v EÚ sa podľa Eurostatu⁴⁵ pohybuje na úrovni 6,7 % (2/2008). Odhaduje sa, že v celej EÚ je tak bez práce asi 16 mil. osôb, z toho 11 miliónov pripadá na

⁴⁵ oficiálny názov pre Štatistický úrad Európskeho spoločenstva, založený 1953 so sídlom v Luxemburgu

Eurozónu. Tento údaj vysoko prevyšuje nezamestnanosť v ďalších dvoch významných hospodárskych centrách; USA (4,8 %) a Japonsku (3,9 %), čo je dané multinárodným charakterom únie. Zatiaľ bol však dosiahnutý pomerne slušný pokles indikátora napriek obavám zo straty pracovných pozícií pre globalizáciu a rozmach Číny. Za posledné dva roky tak došlo k vytvoreniu 6,5 mil. pozícií a ďalších 5 mil. sa očakáva do konca tohto roku. Pozitívne trendy môžu podporiť i vykonané reformy členských krajín zamerané na demografiu. Nové pracovné pozície sa darí vytvárať najmä v krajinách EU-8, predovšetkým stredo-európskom regióne, kam smeruje množstvo FDI. Naopak staršia časť únie je v otázke zamestnanosti pomerne neflexibilná. Podľa správy IMF sa má miera nezamestnanosti pre Eurozónu odraziť v tomto roku a udržovať sa v pásme 7-8 %. Vzhľadom na neustále sa meniace ekonomicko-politické okolnosti sveta sa nedá s plnou pravdepodobnosťou určiť, či bude táto predpoveď naplnená.

Obr. 16 Vývoj evidovanej miery nezamestnanosti v ČR a Eurozóne (%)



Pozn.: * - údaj z a prvý kvartál

Zdroj: IMF, MPSV ČR (vlastné spracovanie)

6.4 Platobná bilancia

Platobná bilancia je štvrtým z najdôležitejších agregátov. Zjednodušene predstavuje finančný účet krajiny so zahraničím. Jej podrobný popis bol predmetom kap. 2.3.1. a ako indikátor má mať vysoko korelovanú vypovedaciu schopnosť s vývojom menového kurzu. Aktívne saldo tlačí na revaluáciu domácej meny, naopak pasívne saldo znižuje hodnotu domácej meny.

6.4.1 Vývoj v ČR

Zahraničný obchod dosiahol v roku 2007 najlepších výsledkov za dobu existencie samostatnej Českej republiky. V porovnaní s rokom 1993 vzrástol obrat zahraničného obchodu 5,7 krát na 4 846,1 mld. Kč. Česká ekonomika sa tak stala jednou z najotvorenejších v Európskej únii, jej postavenie v rámci EÚ sa posilnilo a súčasne ako jediná z nových členských štátov vykázala kladné saldo obchodnej bilancie. Za priaznivými podmienkami pre odbyt českej produkcie stál predovšetkým ekonomický rozvoj štátov stredoeurópskeho regiónu (susedných krajín). Najvyššieho rastu prebytku bežného účtu vykázal u ČR už tradične export s Nemeckom a Slovenskom. Záporné relácie obchodnej bilancie má tuzemsko hlavne s Ruskou federáciou (ropa), Čínou a Japonskom (spotrebný tovar a elektronika)⁴⁶. Pozitívne výsledky obchodnej bilancie boli ovplyvnené; kontinuálnym rastom priemyselnej produkcie, FDI do odvetvia spracovateľského priemyslu (najmä chemického), silnejúcou korunou tlmiacou nárast cien importovaných komodít a nakoniec aj samotným rastom HDP. Bilancia služieb ťahaná cestovným ruchom dosiahla opäť vyššieho kladného salda s medziročným nárastom 32 %. Rast schodku bilancie výnosov ovplyvnili vyššie výdaje spojené s výnosmi z priamych zahraničných investícií v ČR ako aj platby úrokov z tuzemských dlhopisov. Podľa predbežných výsledkov hospodárenia lokálne dcérine spoločnosti zvýšili objem dividend poukázaných do zahraničia a súčasne sa zvýšil predpokladaný objem reinvestovaného zisku. Obdobne sa vyvíjali výnosy z portfóliových investícií, u ktorých sa vyplácané dividendy viac ako zdvojnásobili. Pozitívny vplyv na saldo bilancie výnosov mala bilancia úrokov z ostatných finančných aktív a pasív v dôsledku vyšších dosiahnutých výnosov z devízových rezerv ČNB a zo zahraničných aktív tuzemských obchodných bánk. Bilancia prevodov ostala v pasívnych hodnotách, čo znamená, že počet zamestnaných cudzincov ani odvody vlády do európskych štruktúr neklesá. Na kapitálovom účte vznikol prebytok spojený s rastom príjmov zo štrukturálnych fondov EÚ a kladného salda z obchodovania s nehmotnými aktívami (licencie, patenty, emisné povolenky). Na strane výdajov je naopak zahrnuté odpustenie vládnych pohľadávok voči zahraničiu. U priamych investícií (finančný účet) sa základný kapitál zvyšoval najmä v odvetví nákupu nehnuteľností a poskytovania služieb pre podniky. K miernemu zvýšeniu došlo aj

⁴⁶ podrobnosti o obchodnej bilancii ČR poskytuje príloha VI, viac napr. ČSÚ

v automobilovom priemysle. Celkovo tak došlo u FDI k prečerpaniu 158 mld. Kč. České investície smerovali hlavne do Holandska, Poľska, Slovenska a Gruzínska. Zvýšil sa tiež dopyt tuzemských podnikov po zahraničných cenných papieroch po tom, ako uspeli v privatizáciách v zahraničí. Zahraničné portfóliové investície smerovali najmä do tuzemských dlhopisov. Saldo portfóliových investícií tak dosiahlo ku koncu posledného roku aktívnej hodnoty 53 mld. Kč. Položka chýb a omylov uzatvárajúca analýzu platobnej bilancie vykázala 90 % medziročný nárast na 19 mld. Kč, čo je najviac za posledných sedem rokov.

Štatistika platobnej bilancie sleduje tiež transakcie na účtoch spojených s prevodmi prostriedkov medzi inštitúciami EU, rozpočtom Komisie a inštitúciami v ČR. Čistá pozícia Českej republiky voči rozpočtu Európskej únie, prepočítaná ako rozdiel celkových príjmov a odvodov do rozpočtu EÚ, dosiahla v roku 2006 aktívneho salda 5,4 mld. Kč, po zahrnutí platieb mimo rozpočet Komisie sa saldo s EÚ znížilo na 4,6 mld. Kč.

Tab. 15 Štruktúra platobnej bilancie ČR v ročnej perióde (mil. Kč)

	2004	2005	2006	2007
Bežný účet	-147 456	-48 500	-100 815	-88 959
obchodná bilancia	-13 384	59 370	65 094	117 461
bilancia služieb	16 564	36 542	42 186	55 422
bilancia výnosov	-156 638	-155 701	-201 332	-253 779
bilancia prevodov	6 002	11 289	-6 763	-8 064
Kapitálový účet	-14 187	4 689	8 467	19 655
Finančný účet	177 312	-81 244	104 934	104 474
priame investície	101 776	279 631	102 778	158 186
portfóliové investície	53 033	-81 244	-26 883	-53 232
finančné deriváty	-3 208	-2 799	-6 237	1 800
ostatné investície	25 711	-40 821	35 276	-2 279
Saldo chýb a omylov	-8 888	-18 105	-10 512	-19 504
Zmena devízových rezerv *	-6 782,0	-92 852	-2 074	-15 667

Pozn.: * - záporná hodnota indikuje nárast, kladná pokles devízových rezerv

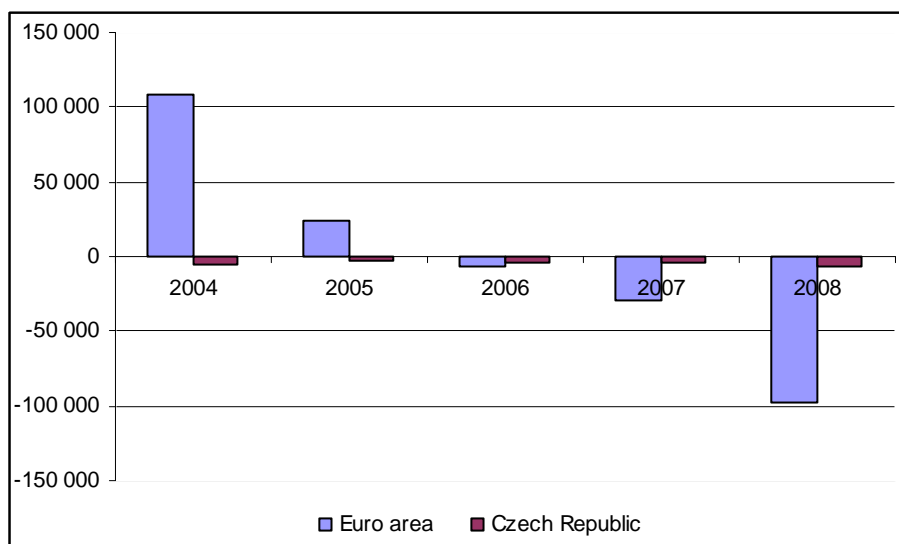
Zdroj: ČNB (vlastné spracovanie)

Ako je vidieť z prehľadu, do krajiny už štvrtým rokom priteká menej peňazí ako z nej oteká. Teoreticky to znamená, že česká koruna by mala devalvovať. Pretože žiaden z uvedených indikátorov však nepôsobí samostatne, ale v kombinácii s ostatnými (HDP a pod.), nemá tento záver oporu vo vývoji devízového kurzu koruny.

6.4.2 Vývoj v Eurozóně

Zahraničný obchod EMÚ a EÚ vôbec je vplyvom globalizácie zapojený do medzinárodnej deľby práce. Hlavným obchodným partnerom je už tradične USA a Čína, ďalej Japonsko, Rusko, Nórsko, Švajčiarsko a krajiny juhovýchodnej Ázie. Aktívnu obchodnú bilanciu má Eurozóna s USA a so Švajčiarskom. Na vývoz idú najmä transportné prostriedky a stroje a tiež chemikálie. Import tvorí hlavne energia a spotrebný tovar. Za najväčších ťahúňov zahraničného obchodu únie sa považuje Nemecko s aktívnym saldom 195 mld. EUR a Holandsko s 43 mld. EUR (2007). Najväčší podiel exportu na HDP má Belgicko (86 %). Celkovo však dosahuje bežný účet dlhodobo pasívnych hodnôt.

Obr. 17 Vývoj bežného účtu platobnej bilancie ČR a Eurozóny (mld. USD)



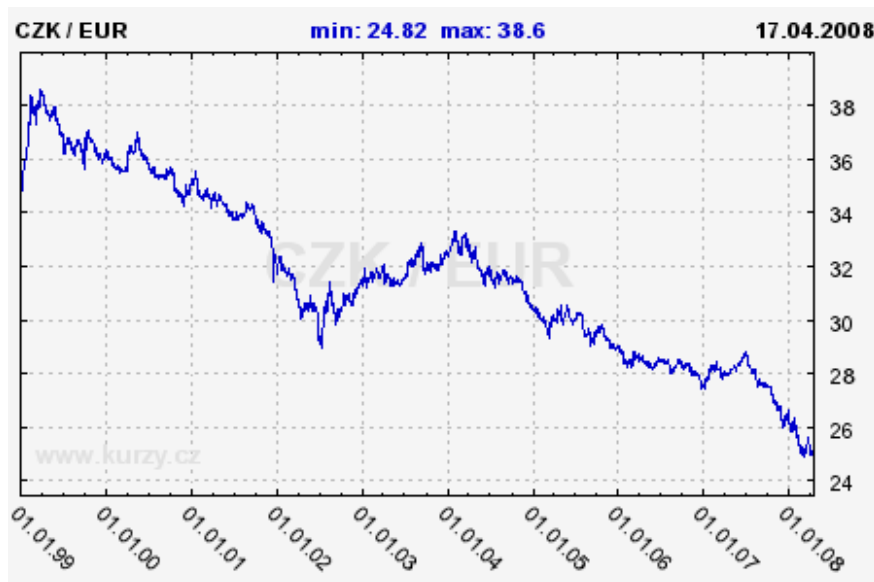
Zdroj: IMF World Economic Outlook, April 2008 (vlastné spracovanie)

Podľa vývoja bežného účtu možno povedať, že stav zahraničného obchodu v istej miere koreluje s vývojom menového páru EURCZK, keďže koruna neustále láme voči spoločnej európskej mene rekordy. Nakoniec, najdôležitejším faktorom ostáva „neviditeľná ruka trhu“, resp. vzťah dopytu a ponuky po devízach.

6.5 Menový pár CZK/EUR

V roku 2007 pokračoval rast cien energií a surovín v dôsledku ekonomického rastu vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomík. Dopad rastu zahraničných cien na tuzemských dovozcov bol tlmený kurzovým vývojom koruny voči EUR aj USD. Menové podmienky na tuzemskom peňažnom trhu boli v porovnaní s európskymi charakteristické nízkou hladinou úrokových sadziieb a záporným úrokovým diferenciálom. Situácia sa môže zmeniť, ak by ECB pristúpila na opatrenia podľa vzoru USA, čo však pre nárast inflácie nie je pravdepodobné.

Obr. 18 Vývoj českej koruny voči jednotnej mene za dobu jej existencie



Zdroj: Kurzy.cz

Ako je vidieť z poskytnutého grafu, česká koruna z pohľadu primárneho trendu dlhodobo posilňuje počnúc rokom 2004. Prudké oslabenie v neprospech eura začalo najmä v polovici minulého roku, odkedy EUR stihlo voči zmáhajúcej sa českej mene stratiť až 12,5 %. Spevňovanie tuzemskej meny sa očakáva i do strednodobej budúcnosti, keďže fundamentálne neexistujú zásadné príčiny zmeny trendu (zahraničný obchod ČR je v príkladnej kondícii, rast HDP si udržuje trojnásobnú úroveň v porovnaní s Eurozónou, úrokové sadzby sú postavené nižšie, nezamestnanosť dosahuje o 1,5 % bodu nižších hodnôt, politicko-investičná klíma ostáva stabilná). Jedinou slabinou je tak inflácia, ktorá však prebieha rovnomerne naprieč celým kontinentom. To, že jej hodnota prelomila hranice 7 % bolo podľa guvernéra ČNB výsledkom uskutočnených vládnych reforiem, ktoré rastu cien pridali 2 %.

6.5.1 Z posledných správ ekonomických serverov

Podľa viceguvernéra L. Niedermayera je prudké posilňovanie českej koruny prekvapivé a ťažko vysvetliteľné. Viceguvernér M. Singer zasa uviedol, že februárovým zvýšením úrokových sadziieb CB získala priestor pre zvýšenie či zníženie sadziieb, ak to bude potrebné. Česká koruna sa vtedy obchodovala za 24,93 CZK/EUR. Miernu korekciu korunových ziskov naštartoval rast nemeckej podnikateľskej dôvery za február a tiež prejav člena ČNB. Podnikateľská dôvera v SRN totiž stúpila oproti očakávaniu, čím si euro mierne polepšilo. S prejavom namiereným proti posilňovaniu koruny vystúpil člen bankovej rady ČNB Pavel Řežábek, keď sa zreteľne vyjadril pre ponechanie úrokových sadziieb na súčasnej úrovni po celý zvyšok roka. Začiatkom mesiaca domáca mena skôr sledovala vývoj ďalších regionálnych mien, kde maďarský forint a poľský zlotý posilňovali a ostatné meny skôr stagnovali. Pre porovnanie, obchodovanie koruny s dolárom bolo poznamenané pomerne vysokou volatilitou. Za oslabením doláru stálo zverejnenie negatívnych amerických dát, napr. nové žiadosti o podporu v nezamestnanosti, ktoré vzrástli na neočakávaných 373 tisíc. Dolár nepodporil ani sám Bernanke, keď vo svojom prejave upozornil na siliace inflačné tlaky, zväzujúce FED ruky pre naštartovanie rastu americkej ekonomiky. V polovici februára sa devízový trh nedočkal žiadnych kurzotvorných správ až na prehlásenie ČSÚ, ktoré uverejnilo rekordný zisk 13,7 mld. CZK u poľnohospodárstva. Z eurozóny prišlo mnoho impulzov v podobe indexu podnikateľskej klímy, ktorý v poklesol na 0,72 bodu (odhad bol 0,75), miery nezamestnanosti za január (7,1 %, v súlade s očakávaním), indexu ekonomického sentimentu za február (pokles oproti očakávaniu) a inflácie, ktorá v januári medziročne vzrástla o 3,2 %. Koruna si zakrátko pripísala ďalšie zisky a posunula sa z kotácie 24,92 CZK/EUR na nové maximum 24,86 CZK/EUR. V prospech pôsobili akciové trhy, ktoré strácali, na druhej strane slabnúci dolár, ktorý je pre stredoeurópske meny podporou.

Začiatkom marca bol trh svedkom verbálnej intervencie guvernéra ČNB, ktorý prehlásil, že súčasné tempo posilňovania koruny nemá žiadne fundamentálne príčiny. Trh na tieto slová nezareagoval tak, ako na zvýšenie ratingu ČR agentúrou Fitch z A na A+. Ďalšou udalosťou bol zverejnený index PPI, ktorý dopadol v súlade s očakávaním, keď vzrástol medzi mesačne o 0,8 % (medziročne o 4,9 %). HDP v Eurozóne zostal nemenný ako aj úrokové sadzby (4,00) %. Príjemným prekvapením v prospech koruny bol výsledok bilancie zahraničného obchodu ČR, ktorý v januári skončil v prebytku 12,2 mld. CZK. Tempo rastu exportu tak dosiahlo 11,0 %, importu 10,3 %. Podporou pre všetky meny v regióne bol stále

slabnúcí dolár na svetových trhoch. Začiatkom tretieho marcového týždňa prišla dlho očakávaná korekcia, keď sa koruna po dlhej dobe posunula k slabším hodnotám. Domáca mena sa prepadla o takmer 50 h a koncom týždňa začala testovať hranicu 25,50 CZK/EUR. Hlavnou príčinou bolo avizované jednanie ČNB a MF o možnom zmrazení príjmov z privatizácie štátnych podnikov (Česká pošta, České dráhy, ČEZ a pod.). Týmto krokom by ČNB nemusela predávať inkasované eura z predaja čím by nedošlo k nákupu českej koruny a jej následnému posilneniu. Podľa ČNB by sa príjmy ponechali v devízach až do prijatia eura ČR. Či sa vláda vzdá stoviek miliárd korún stále nie je isté. O kurzovom zaistení sa predpokladá aj u výnosov z eurobondov (samotná emisia sa zaisťovať bude určite). Posledný týždeň prišlo na radu jednanie ČNB, ktorá rozhodla o ponechaní 2T repo sadzby na úrovni 3,75 %. Napriek vysokej inflácii tak zatiaľ nedošlo k uvoľneniu menových podmienok. Nakoniec, pre ekonomiku sú lepšie radšej stagnujúce úroky, než ich zvýšenie a následné zníženie behom pár mesiacov. Posledný týždeň koruna fluktovala stále na slabších hodnotách v pásme 25,40 - 25,75 CZK/EUR.

V Apríli bol zverejnený štátny rozpočet, ktorý v marci skončil v deficite 13,4 mld. CZK (oproti februárovému schodku 5 mld. CZK). Zaujímavosťou bola informácia o zaisťovacej operácii ČEZu vo výške 3 mld. EUR (cca 70 mld. CZK). Táto transakcia trvala od polovice minulého roku. Z eurozóny sme sa ďalej dočkali výsledku PPI, ktorý vzrástol. Naopak pozitívne nedopadlo podnikateľské očakávanie Eurozóny, keď v marci skončilo na 58,2 bodu (oproti februárovým 60,2 bodu). Táto hodnota je najnižšou od novembra 2002. Ukázalo sa, že vplyv týchto fundamentov bol na vývoj kurzu minimálny. Druhý týždeň podporil korunu lepší ako očakávaný výsledok zahraničného obchodu za február, ktorý dosiahol prebytku vo výške 14,3 mld. CZK. Z týchto čísel je evidentné, že česká ekonomika zatiaľ nie je významne ovplyvnená krízou v USA. Pre pokles inflácie z 7,2 na 7,1 % ochladili očakávania na skoré zvyšovanie úrokových sadzieb koruny. Tá poklesla k hladine 25,05 CZK/EUR. Ničmenej maloobchodní tržby bez motoristického segmentu vzrástli medzimesačne za február u o sezónne očistených 0,4 % (medziročne sa zvýšili o 3,4 %). Pripočítaním segmentu áut dostaneme nárast o solídnych 4,5%.

Podľa serveru Citco-FT by koruna mohla v prvej polovici tohto roku oslabiť do blízkosti 26,50 CZK/EUR. z dôvodu letnej repatriácia ziskov zahraničných spoločností. V druhej polovici roku sa naopak očakáva jej návrat pod úroveň 25,50 CZK/EUR. Ku koncu tohto roku sa kurz koruny môže už pohybovať na silných hodnotách pod 25,00 CZK/EUR.

III. PROJEKTOVÁ ČASŤ

7 PREHLAD DOSTUPNÝCH ZAISTŮVACÍCH PRODUKTOV

Česká republika v súčasnosti disponuje radou finančných domov a spoločností poskytujúcich zaistenie či poistenie voči devízovému riziku. Prakticky každá obchodná banka na tuzemskom trhu si nemieni nechať ujst' príležitosť ponúknuť pomocnú ruku zahranično-obchodnej spoločnosti formou individuálne zjednaných podmienok. Väčšie banky majú pre riadenie rizík zriadené samostatné oddelenia, ktoré sa môžu ďalej členiť podľa veľkosti klienta. V ČR pôsobia aktívne v oblasti zaist'ovania rizík napríklad ČSOB, KB, Raiffeisenbank, Česká sporiteľňa a ďalej spoločnosti Ruesch International a Finance International.

Pretože LINE s.r.o. je klientom Československej obchodnej banky, a.s., najväčšej tuzemskej banky patriacej belgickej skupine KBC, a má v nej vedený korunový i devízové účty, bude táto práca primárne orientovaná na devízové produkty ČSOB. Aby sa však projekt vyhol závislosti na jedinom možnom tvorcovi podmienok zaist'ovacích služieb, pristúpilo sa k diverzifikácii príležitostí medzi uvedenú banku a nebankový subjekt Finance International, a.s.

7.1 Produktové portfólio ČSOB

ČSOB, klasifikuje svojich klientov podľa výšky ročného obratu. LINE s.r.o. sa svojim obratom prevyšujúcim bankou stanovenú hranicu 300 mil. Kč radí ku korporátnej klientele. Pre záujemcov z tejto kategórie postavili dealeri banky základné devízové produkty o nasledujúcich rámcových podmienkach;

Tab. 16 Minimálne objemy pre uzavretie obchodu u ČSOB (EUR alebo ekvivalent)

Forward	Swap	Opcia
20 000,-	10 000,-	100 000,-

Pozn.: uvádzané objemy nevyklučujú zjednanie individuálnych (nižších) podmienok

Zdroj: ČSOB (vlastné spracovanie)

Okrem týchto produktov, ktorých popis bol uvedený v teoretickej časti práce, prezentuje banka ešte vlastné modifikácie. V súčasnosti sa jedná o Forward s variabilnou splatnosťou (VMF) a Average Rate forward (ARF)⁴⁷. Obe varianty predstavujú operácie určené klientom, ktorí potrebujú zmeniť voľné peňažné prostriedky z jednej meny do inej pri splatnosti viac ako 2 pracovné dni, ale vopred nevedia presný deň konverzie. Možnosť zaistiť pohľadávku či záväzok už v okamžiku ich vzniku značne uľahčuje kalkulácie vo finančnom plánovaní.

7.1.1 Charakteristika forwardov VMF a ARF

Forward s variabilnou splatnosťou umožňuje zabezpečenie svojej budúcej konverzie záväzným kurzom. Konverzia však nie je viazaná na pevný dátum, ale na vopred dohodnuté obdobie, v rámci ktorého môže v ľubovoľný deň dojsť k vysporiadaniu. Spravidla sa jedná o interval nepresahujúci dĺžku jedného mesiaca a samotná splatnosť transakcie nemá presahovať 1 rok od dňa uzavretia obchodu. Hodnota termínového kurzu vychádza štandardne z rozdielov forwardových bodov, ktorých hodnota sa odvíja od odlišnej úrovne úročenia predmetných mien. Podmienkou pre uskutočnenie operácie je vedenie bežného účtu, uzavretie rámcovej zmluvy a schválenie limitu operácie. Minimálna čiastka konverzie je pre korporátnu klientelu stanovená na 100 000 EUR (ekvivalent).

Pri zjednaní obchodu ARF sa dohodne dĺžka obdobia, celkový objem transakcie a zaistený kurz. Behom dohodnutého obdobia sa obchoduje za aktuálny kurz, vyrovnanie prebehne až na konci obdobia. Vývoj devízového kurzu je po celú dobu fixovaný dennými kurzami ČNB. Na konci obdobia sa z týchto hodnôt spočíta prostý aritmetický priemer reprezentujúci priemerný tržný kurz. Predmetom finančného vyrovnania medzi klientom a bankou je potom rozdiel priemeru fixingov a zaisteného kurzu násobený zaistenou čiastkou. Zaisťovanie i vysporiadanie sa vzťahuje na celkový objem, teda všetky transakcie za dané obdobie a nie každú zvlášť. Podmienky uzavretia tohto typu obchodu sú zhodné s forwardom s variabilnou splatnosťou, s výnimkou minimálnej čiastky, ktorá je stanovená na 250 000 EUR (ekvivalent). Podľa dealerov ČSOB je táto hodnota orientačná a banka môže postaviť ponuku inak, v závislosti od dĺžky zaisteného obdobia.

⁴⁷ skratky predstavujú skôr pracovný názov než reálne etablovaný kódex

7.1.2 Ďalšie informácie

ČSOB pravidelne monitoruje situáciu na devízovom trhu, ktorá slúži k posúdeniu rizika obchodov. Uzavretie termínovaného obchodu prebieha na základe uzavretia rámcovej zmluvy s klientom. Pokiaľ si to situácia vyžaduje, je bankou skúmaná kreditná situácia a história klienta. Súčasťou rámcovej zmluvy môže byť tiež uzatvorenie poistenia pre prípad insolventnosti v deň splatnosti kontraktu. Dodatočné informácie k uvedeným a širokej palete ďalších riešení možno získať výhradne osobnou konzultáciou na oddelení niektorej z pobočiek banky alebo prostredníctvom tel. linky 844 117 711, ktorá slúži ako zákaznícka podpora pre devízové produkty. O ústretový prístup s pracovníkmi banky ako na pobočke, tak prostredníctvom telefónu či emailu, nebolo núdze.

7.2 Služby Finance International

Finance International, a.s. (ďalej F-INT) je súkromnou spoločnosťou založenou r. 2000 (vtedy pod názvom Motospol Morava CZ) so sídlom v Břeclave. Na základe devízovej licencie ČNB k uskutočňovaniu bezhotovostných operácií sa začala ako prvá nebanková inštitúcia špecializovať na využívanie finančných derivátov pre tuzemské podniky. Okrem toho sa spoločnosť zaoberá bezhotovostnými prevodmi do i zo zahraničia, poradenskými aktivitami v oblasti finančného trhu, zmenárenskými operáciami a sprostredkovaním úverov.

7.2.1 Podrobnosti o produktoch a servise

Spoločnosť sa snaží konkurovať svojim rivalom hlavne cenou a rýchlosťou uskutočnenia servisu spojenou s profesionálnym jednaním. Cenové rozdiely sú viditeľné hlavne u prevodov finančných prostriedkov, kde si banky účtujú poplatky v rozpätí 200 až 2 500 Kč naproti uvádzanému sadzobníku F-INT, ktorý dosahuje najvyšší poplatok 1 600 Kč u urgentnej platbe do zahraničia. Úhrada zo/do zahraničia v cudzej mene je spoplatnená 250 Kč. Spoločnosť tiež vypracováva konkrétne projekty devízového zaistenia podľa vopred zjednaných podmienok celkom zdarma, nehľadne na klientelu. Stály klienti však majú výhodu individuálneho zjednania podmienok (devízové kurzy). Do portfólia F-INT patria výhradne klasické deriváty ako forwardy a swapy a ich kombinácie. Spoločnosť nevlastní licenciu na uskutočňovanie opčných obchodov.

8 PROJEKT MINIMALIZACIE KURZOVÝCH STRAT

Táto finálna časť práce poskytuje praktické demonštrovanie využitia v práci opísaného penza teórie a analýzy k minimalizácii strát z devízových operácií. Ako už bolo uvedené, spoločnosť inkasuje necelých 90 % príjmov v EUR a naopak hradí cez 90 % záväzkov v CZK. To znamená, že spoločnosť je nútená pravidelne konvertovať devízy na domácu menu z titulu vyhovenia tuzemským dodávateľom. Obsahom tejto kapitoly budú preto strategické odporúčania pre manažment zodpovedný za peňažné toky LINE s.r.o.

Nakoľko vedenie spoločnosti nepripustilo akékoľvek reálne operácie na devízovom trhu, autor sa rozhodol pre simulovaný hedging. Konkrétne pôjde o demonštráciu zaistenia piatich skutočných faktúr vydaných, znejúcich na menu EUR, o rovnakom dátume splatnosti, v celkovom objeme € 107 023,40. Ďalej bude uskutočnené zaistenie očakávaných tržieb denominovaných v EUR. Neodmysliteľnú súčasť tvorí predikcia vývoja FX trhu využitím najmodernejšej obchodnej platformy.

S týmto krokom súhlasil i jednatel' LINE s.r.o. poskytujúc všetky potrebné materiály pre úspešné uskutočnenie projektu, ktorý by nakoniec poslúžil ako podklad pre vyjednávanie so zahraničným majiteľom. Spracovaný koncept tak azda otvorí oči v otázke prístupu k riadeniu devízového rizika.

Samozrejmosťou je vyhotovený prehľad rentability projektu, ktorého silné a slabé stránky sú predmetom samostatnej kapitoly.

8.1 Koncept zvýšenia finančného výsledku hospodárenia

Z analýzy je zrejmé, že spoločnosť každoročne zaujíma široko otvorenú pozíciu pričom kurzové straty zatiaľ neklesli pod úroveň 10 % VH po zdanení. Naviac, v posledných mesiacoch došlo k prudkému pohybu na páre EURCZK v prospech koruny, čo sa aj prejavilo na nečakanom (neriadenom) skoku vo vývoji firemných nákladov (kurzová strata 1,5 mil. Kč len za 02/08). Pre podnik akým je LINE s.r.o. to môže znamenať trvalé hospodárske následky. Netreba zabúdať ani na špekulantov, ktorý naopak z takýchto tržných, avšak fundamentálne i technicky podložených, seancií profitujú formou investovania určených peňažných prostriedkov na devízovom trhu. Je evidentné, že závery tohto projektu budú aplikovateľné rovnako pre agresívny ako aj konzervatívny prístup riadenia FX rizika.

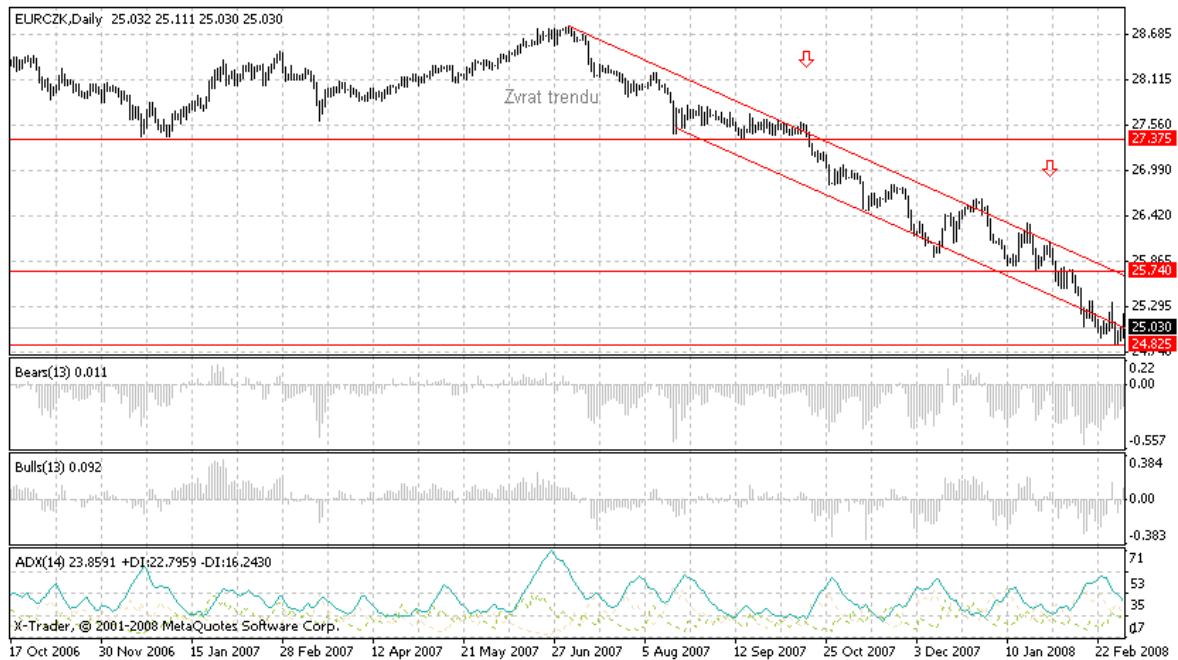
8.1.1 Predikcia vývoja forex trhu u sledovaného menového páru

Kapitola 6 venovaná makroekonomickej analýze poskytla viac-menej postačujúci obraz o fundamentálnom podklade pre nadchádzajúci vývoj koruny voči euru. Ten nasvedčuje tomu, že menový pár by mal pre druhý kvartál sledovať mierne klesajúci až postranný trend. Existuje k tomu niekoľko predpokladov. Prvým z nich je extrémne neistá situácia na európskom kontinente v súvislosti s depresiou v USA. Či dôjde k zvýšeniu úrokových sadzieb pre rekordnú infláciu Eurozóny alebo k uvoľneniu menovej politiky ako to radí IMF pri pohľade na americký kontinent je v súčasnosti nepredstaviteľné a situácia len názorovo rozdeľuje ekonómov na dva protikladné tábory. Veľa bude závisieť od vývoja pracovného trhu najväčšej európskej ekonomiky - Nemecka. V prípade vyostrenia situácie s odbormi nemožno očakávať, že by to fundamentálne minulo cenu eura na trhu. Na druhej strane, EÚ a EMÚ nie je to isté, a hoc stará trojka (D, F, I) môže vplyvom sociálnych reforiem (či skôr nereforiem) upadnúť do ďalšieho hlbokého spánku, sú tu stále húževnaté východné ekonomiky, ktoré zhodnocujú FDI svojich západných susedov. V celosvetovom poňatí môže mať euro oporu i vo viac než predstaviteľnej vízii vytlačenia dolára z pozície svetovej meny. Krajiny s ohromnými devízovými rezervami (Čína, Japonsko) sa čoraz viac prikláňajú k stabilnejšiemu euru a dolár možno čaká i strata „olejovej nadvlády“, k čomu prispela Iránska ropná burza, otvorená vo februári tohto roku. Tá odmieta prijať dolár ako jedinú menu hodnú obchodovania s ropou. Je isté, že česká koruna, hoc si to možno mnohí neuvedomujú, patrí k pomerne pevnej mene a jediné, čo by ju mohlo ohroziť, by boli nepremyslené politické manévry (ťahajúca sa penzijná reforma, vládne konflikty a pod.) z interného pohľadu a neúspešná globalizácia (domino efekt, recesia nemeckej ekonomiky ako zahraničného partnera číslo jedna a pod.) z pohľadu externého. Závery fundamentálnej analýzy, ktoré zrejme pôsobia nepostačujúco, doladí technická analýza (kap. 3.2.2).

Využitá bude obchodná platforma X-Trader (ver. databáze 216) a reálny demo-účet spoločnosti X-Trade Brokers ČR, obchodníka s cennými papiermi na OTC devízovom trhu. Za podporné technické indikátory menového vývoja sú použité ukazatele OBV, MACD a Williams % R. Pretože popis týchto indikátorov je nad rámec tejto práce, ich vznik, charakteristiku a fungovanie vhodným spôsobom opisuje napríklad Alexander Elder⁴⁸.

⁴⁸ jeho kniha, *Trading for a living*, venovaná TA bola nedávno preložená aj do češtiny [2]

Obr. 19 Predikcia EURCZK za využitia nástrojov TA (denný graf)



Pozn.: Horizontálne línie znázorňujú línie podpory (support), šikmé línie utvárajú trendový kanál. Pozoruhodným momentom je obrat trendu z 3.7.2007. Trojica spodných okien sú podporné indikátory technickej analýzy.

Zdroj: X-Trader (vlastné spracovanie)

Ako je evidentné z grafu, českú korunu zatiaľ nič nevymanilo z posilňovania. Medvedia nálada, ako burziáni nazývajú klesajúci trend, prerazila i silnú hranicu podpory na úrovni 27,375 Kč za euro. Onedlho formácia klesajúceho trojuholníku poskytla signál pre prelomenie záchytnéj ceny 25,740. Ďalšie predaje stlačili euro až na poslednú úroveň 25,050 CZK/EUR. Pri pohľade na sprievodné indikátory je vidieť, že dlhodobu zatiaľ euro nemá oporu pre udržanie postranného trendu, nie to ešte podnetu pre zvrät.

Pri predikcii nestačí vychádzať z jediného grafu. Okrem dlhodobého trendu je nutné analyzovať i krátkodobejší vývoj (menej ako 1 rok), ktorý je nakoniec predmetom tejto práce. Ten môže skôr odhaliť chystajúci sa obrat formou obchodného signálu. Nasledujúci graf bude preto grafom hodinovým. Jeho názov napovedá, aký časový úsek je reprezentovaný jednou hodnotou (tick).

Obr. 20 Predikcia EURCZK za využitia nástrojov TA (hodinový graf)



Zdroj: X-Trader (vlastné spracovanie)

Pohľad na mesačný priebeh devízového trhu ukázal jemné tlmenie trendu so snahami o korigovanie predošlých strát. 29.2. došlo k neúspešnému pokusu o prelomenie línie odporu (resistance) na úrovni 25,350 CZK/EUR. Pre našu predikciu sú najdôležitejšie signály z posledného dňa. Indikátor OBV vygeneroval zárodok medvedej divergencie, keď objem nepodporil ďalší rast tržnej ceny. Rovnako oscilátor Williams % R poukázal na prekúpený stav trhu, keď sa jeho hodnota pre ten istý okamih držala v rozmedzí 0 - 20 %. Posledný z aplikovaných indikátorov MACD síce poukazuje na rast rozdielov 26 a 12 denného exponenciálneho kľzavého priemeru podkladového aktíva (šedá výplň), na druhej strane nevyklučuje dosiahnutie vrcholu, keď hodnota 0,0643 je najvyššou za celé sledované obdobie.

Záver predikcie menového kurzu na nasledujúce dva mesiace možno zhrnúť takto;

- trh sleduje postranný trend kolísajúc okolo hodnoty 25,00 CZK/EUR
- neočakáva sa dlhodobé udržanie koruny nad hranicou odporu 25,35 CZK/EUR
- skôr než rast ceny eura na páre s korunou je pravdepodobný jej plynulý pokles

Na výstupe tejto FATA predikcie bude postavená stratégia hedgingu v ďalšej kapitole.

8.1.2 Voľba stratégie a zaist'ovacích produktov

Po dôkladnom zvážení boli pre spoločnosť LINE s.r.o. zvolené nasledujúce prípady;

- zaistenie vybraných pohľadávok proti poklesu ceny EURCZK
- zaistenie očakávaných tržieb proti poklesu ceny EURCZK

Tab. 17 Detaily vydaných faktúr určených k zaisteniu

Faktura No.	Date of invoice	Invoice maturity	Total amount	VAT 0%	Exchange
9910128	21.03.08	20.04.08	27 891,00 EUR	709 685,68 CZK	25,445
9910129	21.03.08	20.04.08	20 708,80 EUR	526 933,61 CZK	25,445
9910130	21.03.08	20.04.08	20 708,80 EUR	526 933,61 CZK	25,445
9910131	21.03.08	20.04.08	20 708,80 EUR	526 933,61 CZK	25,445
9910132	21.03.08	20.04.08	17 006,00 EUR	432 719,20 CZK	25,445
Total			107 023,40 EUR		

Pozn.: Pre jednoduchosť operácie boli zvolené doklady s rovnorodým dátumom vystavenia i splatnosti. Prvá faktúra znejúca na čiastku 27 891 EUR je určená majoritnému odberateľovi, ktorým je stále dánska spoločnosť Dantex Plastror. Prostredné tri doklady sú vystavené pre anglickú Emtelle a posledná pohľadávka v objeme 17 006 EUR patrí švedskej RaLA InfraTech. Z kapacitných dôvodov práce nebudú vyššie uvedené faktúry súčasťou prílohy, ich štruktúra je však ľahko predstaviteľná pri pohľade na prílohu IV.

Zdroj: interné firemné materiály (vlastné spracovanie)

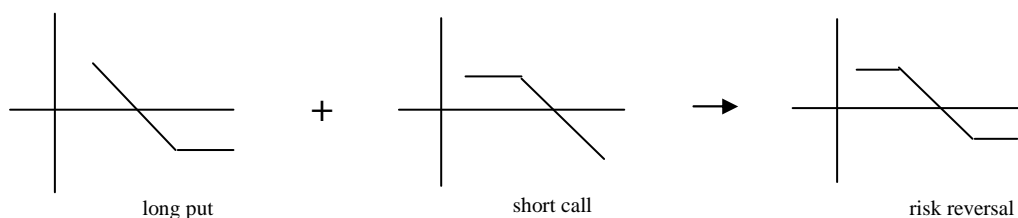
Prvým prípadom bude ukážka aplikácie riadenia devízového rizika z bežného života spoločnosti. Ako ďalej vyplynulo z analýzy účtových dokladov, zákazník Dantex hradí 78 % pohľadávok do stanoveného dátumu splatnosti, zvyšní dvaja odberatelia platia za svoje objednávky včas. Preto možno predpokladať, že týchto päť vyselektovaných faktúr bude splatených k dňu splatnosti, t.j. 20.4.2008. Aj v prípade, že by tomu tak nebolo, existujú spôsoby, ako dátum vysporiadania obchodu upraviť, najčastejšie inverzným swapom. Ďalšou možnosťou je samotný forwardu s variabilnou splatnosťou. Predmetom zaistenia voči kurzovému riziku bude teda čiastka € 107 023,40, s dňom zjednania 21.3.2008 a dňom vysporiadania 18.4.2008 (20.4. pripadá na nedeľu).

Druhou zložkou projektu bude prípad zaistenia aprílových eurových tržieb (príloha V). Nepôjde o zaistenie celej čiastky, pretože s najväčšou pravdepodobnosťou k 30.4.2008 nebudú splatené všetky pohľadávky. Toto riziko hrozí zvlášť u faktúr so splatnosťou v posledný týždeň. V priemere sú objednávky známe LINE s.r.o. cca tri týždne pred samot-

ným vystavením faktúr a u záväzkov firma kalkuluje svoje úhrady približne 10 dní pred fyzickým zjednaním obchodu. Firma obvykle hradí svoje záväzky včas, čo nie je vždy pravidlom u zákazníkov. To čiastočne vysvetľuje prítomnosť vysokej likvidity, keď časový nesúlad mesačného CF núti platiť dodávateľom tokmi inkasovanými aspoň o mesiac skôr. Proti menovému riziku sa tak ošetrí iba 80 % očakávaných zahraničných tržieb, konkrétne € 746 881,464. V korunovom vyjadrení sa však jedná o čiastku stále vyššiu ako úhrn všetkých záväzkov, ktoré spoločnosti LINE s.r.o. vznikli v tom istom mesiaci. Za deň uzatvorenia zaistovacieho obchodu sa väzme dátum 7.3.2008, kedy už firma vie o výške príjmov na nadchádzajúci mesiac (30 dňová priemerná doba splatnosti faktúr vydaných plus trojtýždňové plánovanie). Za deň vysporiadania (konverzie) tohto termínového obchodu bude považovaný deň 7.5.2008 (t.j. o dva mesiace), kedy sa počíta s definitívnou úhradou 80 % eurových pohľadávok za mesiac apríl, s ohľadom na týždennú toleranciu u faktúr splatných k 30.4.

V tejto kapitole tak ostáva na kvantifikovaný predmet a parametre zaistenia napasovať adekvátne produkty devízového trhu. Po sérii konzultácií s dealingom ČSOB sa dohodlo bezplatné zjednanie riešenia pre prvý prípad formou využitia klasického forwardu, VMF a nakoniec i opčnou stratégiou Risk Reversal (tiež collar, kanál). Tá je kombináciou nákupnej a predajnej opcie, inak asymetrickej operácie, kde dochádza k vyrovnaniu prémie. Tým uzatvorenie obchodu, podobne ako u forwardov, neprináša pre podnik žiadne náklady (zero cost). U druhého prípadu sa použije predovšetkým forward.

Obr. 21 Priebeh vzniku opčnej stratégie Risk Reversal



Zdroj: vlastné spracovanie

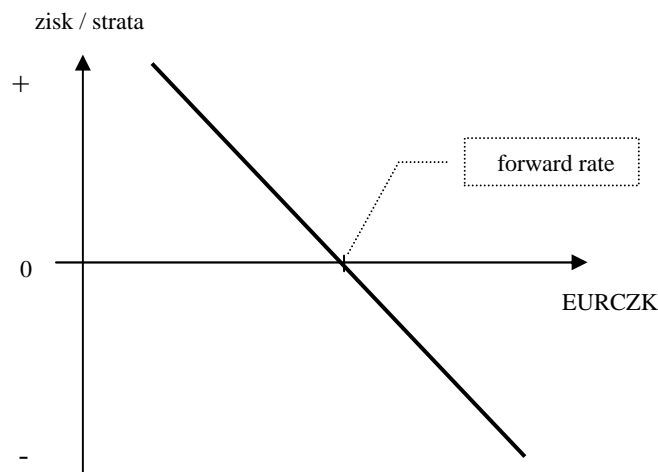
Zaistenie pohľadávok bude predmetom produktov ČSOB i Finance International, aprílové tržby budú zaistené za podmienok kótovaných Finance International.

8.1.3 Implementácia finančných nástrojov

Prípád I)

Pre predstavu je vhodné demonštrovať uskutočnené operácie graficky.

Obr. 22 Zaistenie využitím forwardu, resp. VMF



Zdroj: vlastné spracovanie

Tab. 18 Vypočítané a kótované forwardové kurzy u pohľadávok

EURCZK	Individuál	ČSOB		F-INT
objem k zaisteniu	107 023,40 EUR			
úrokový diferenciál	-0,25			
počet dní	28			
spot rate	25,4450	25,4300	25,4300	25,5370
forward rate	25,4401	25,4180	25,4140	25,4800

Pozn.: spot u Individuálu je stredovým kurzom ČNB, u ČSOB je kótovaný najprv klasický forward, potom VMF

Vyššie uvedená tabuľka obsahuje trojicu forwardových kurzov. Prvý z nich je metodickým výpočtom podľa vzťahu z kap. 4.2.1. Ďalšie sú reálne postavenými hodnotami menovaných ústavov. Podstatný rozdiel FR odráža rozdielnu cenovú politiku. Princíp termínového obchodu vysvetľuje obr. 22 a príloha VIII. V prípade, že v deň vysporiadania, teda 18.4.2008, bude aktuálny kurz nižší ako forwardový (naľavo od prieniku na ose EURCZK), spoločnosť bude realizovať mimoriadny korunový zisk (úsporu) vo výške násobku rozdielu tých-

to kurzov a objemu určenému ku konverzii, € 107 023,40. Pretože je forward obchodom záväzným, predstavuje povinnosť uskutočniť túto konverziu v onen deň i v prípade, že by euro posilnilo. Vtedy spoločnosť teoreticky realizuje stratu, pretože ak by sa nezaistila, zmenila by inkasované devízy za výhodnejších podmienok, než ponúka FR. VMF sa od klasického forwardu principiálne líši iba počtom dní.

Situácia je trochu odlišná použitím opcií. V tomto prípade je pre analyzovanú spoločnosť zakúpená call opcia CZK a súčasne predaná put opcia CZK. F-INT nemá licenciu k uskutočňovaniu opčných obchodov, preto je tabuľka parametrov jednotlíp cová (ČSOB);

Tab. 19 Detaily obchodu Risk Reversal u pohľadávok

EURCZK	ČSOB
objem k zaisteniu	107 023,40 EUR
počet dní	26 *
spot rate	25,4300
pomer	1:1000
strike 1	25,2000
strike 2	25,7000

Pozn.: * - k vysporiadaniu obchodu sú potrebné dva dni, preto $n = 28 - 2$

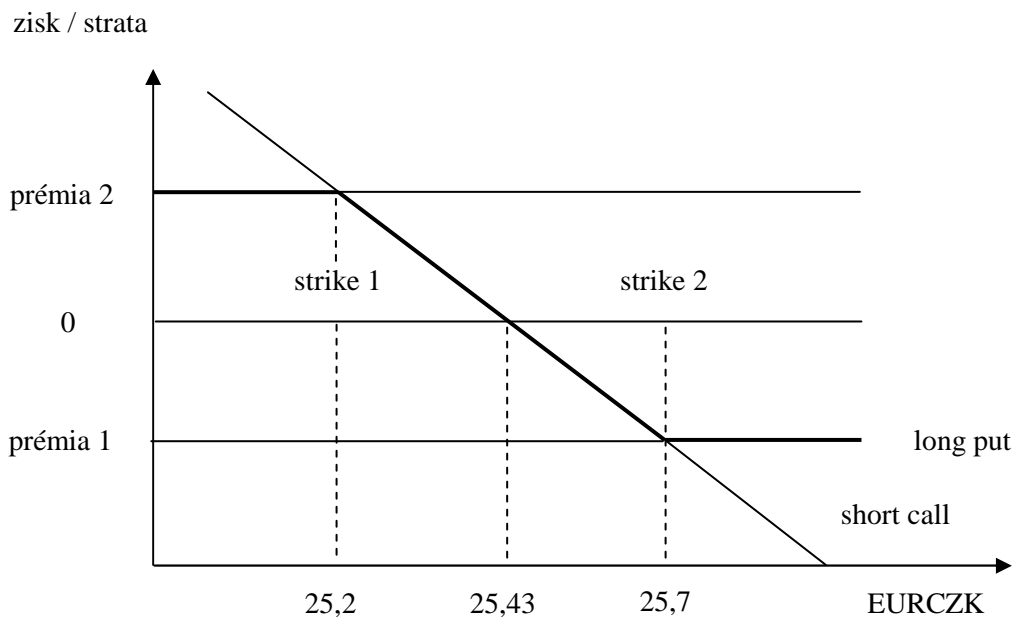
Hodnota strike 1 je dohodnutá cena u kúpenej EUR put opcie, hodnota strike 2 zas dohodnutá cena u predanej opcie call. Pomer definuje nákup / predaj opcie o príslušnom násobku (v tomto prípade 1000) zaistovanej čiastky. Tento údaj má iba orientačný charakter a poukazuje na objemnosť transakcií na medzibankovom devízovom trhu.

Účinok použitej opčnej stratégie možno uviesť takto. V prípade, že bude v deň vysporiadania obchodu (t.j. 16.4.2008) zmenný devízový kurz (spot) nižší ako strike 1, LINE s.r.o. uplatní svoje opčné právo a skonvertuje EUR za strike put opcie. V prípade, že je spot v onen deň vyšší ako strike predanej opcie call, banka uplatní právo s touto opciou spojené a nakúpi od LINE s.r.o. EUR za cenu strike 2. Nakoniec, ak sa okamžitý kurz bude nachádzať v intervale medzi oboma strike cenami, žiadna zo zaviazaných strán pre nevýhodnosť svoje právo neuplatní a spoločnosť môže konvertovať eurový objem pohľadávok za spot kurz EUR BID (nákup) platný k 16.4.

Uvedený opis prehľadne zachycuje nižšie uvedený obrázok, kde ilustrované hodnoty na ose EURCZK sú kotácie ČSOB. Hrubá línia znázorňuje pozíciu subjektu po uskutočnení ope-

rácie. LINE s.r.o. nemôže participovať na priaznivejšom vývoji než je hodnota 25,7 CZK/EUR, čo je kompenzácia za ušetrenie strát v prípade poklesu kurzu pod strike 1 a nulovú prémiiu.

Obr. 23 Detaily obchodu Risk Reversal (opcie EUR)



Zdroj: vlastné spracovanie

Prípád II)

Nemenej zaujímavým je hedging druhého prípadu. Tu bol zvolený koncept forwardu v kombinácii so swapom (25,275; 25,2). Koncept umožňuje podniku v prípade potreby používať koruny už počas zjednanej lehoty a to bez strát z kurzového vývoja. V deň vysporiadania sa iba doplatí zostávajúci objem CZK, ktorý chýba do vysporiadania swapu. Ten sa konvertuje na EUR, ktoré sa späť použijú na prevod do CZK pôvodným forwardom.

Tab. 20 Vypočítaný a kótované forwardové kurzy u tržieb

EURCZK	Individuál	F-INT
objem k zaisteniu	746 881,464 EUR	
úrokový diferenciál	-0,25	
počet dní	60	
spot rate	25,1600	25,2750
forward rate	25,1495	25,2000

Termínovým obchodom sa Finance International a LINE s.r.o. zaviazali uskutočniť konverziu € 746 881,464 k 7.5.2008 za dohodnutý forwardový kurz. Prospešnosť danej stratégie sa potvrdí až v deň vysporiadania. Možné závery prezentuje ďalšia kapitola.

8.2 Vyhodnotenie projektu

8.2.1 Finančný výsledok z kurzových operácií

Prípád I)

Tab. 21 Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok forwardom (Kč celkom)

18.04.08	Individuál	ČSOB		F-INT
zaistený objem	107 023,40 EUR			
spot rate	25,1200	24,4900	24,4900	24,9000
konverzia za SR	2 688 427,81	2 621 003,07	2 621 003,07	2 664 882,66
konverzia za FR	2 722 686,00	2 720 320,78	2 719 892,69	2 726 956,23
kurzový zisk / strata	34 258,19	99 317,72	98 889,62	62 073,57

Ako sa ukázalo, koruna neprestala posilňovať a konverzia za zjednaný kurz priniesla svoje ovocie v podobe ušetrených prostriedkov. Najúčinnnejším variantom sa ukázal byť hedging u ČSOB v podaní klasického forwardu, kde došlo k úspore 99 318 Kč. Hneď za ním bola najvýhodnejšia realizácia opčnej stratégie (dolná tabuľka).

Tab. 22 Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok opciami (Kč celkom)

16.04.08	ČSOB
objem k zaisteniu	107 023,40 EUR
spot rate	24,2740
konverzia za SR	2 597 886,01
konverzia za FR	2 696 989,68
kurzový zisk / strata	99 103,67

Pretože devízový kurz klesol pod hranicu strike 1, spoločnosť uplatnila svoje právo spojene s long put opciou a uskutočnila konverziu za kurz 25,2 CZK/EUR. Tým sa vyhla strate 99 104 Kč.

Prípád I sa tak ukázal byť pre spoločnosť vysoko úspešný.

Prípád II)

Skutočnému obchodnému prípadu I môže byť azda vytýkaný ex-post charakter, keďže vysporiadanie obchodu prebehlo v čase vyhodnocovania projektu, čo sa niektorým čitateľom nemusí zdať dôveryhodné. Podstatne dôležitejším z hľadiska vypovedacej schopnosti projektu je preto prípad II, kde boli forwardom zaistené tržby za mesiac apríl. Dátum vysporiadania obchodu tu pripadá na 7. mája, čo je dva mesiace po uzavretí termínovej operácie a niekoľko dní po ukončení prác na tejto DP.

Pretože forwardová operácia je záväzná, do úvahy pripadajú len dva relevantné závery; kurzový zisk alebo kurzová stráta voči spot rate. Všetko bude závisieť od toho, či sa k 7.5. potvrdí predikcia trhu na mierny pokles koruny. V prípade nepriaznivého kurzu v deň vysporiadania, F-INT ponúka za 30 Kč posunutie konverzie swapom o ľubovoľný počet dní.

Tab. 23 Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok forwardom (Kč celkom)

07.05.08	Individuál	F-INT
objem k zaisteniu	746 881,464 EUR	
konverzia za FR	18 783 695,38	18 821 412,89

8.2.2 Náklady a prínosy uplatnenej stratégie

Z pohľadu hodnotenia návratnosti projektu je nutné vyzdvihnúť fakt, že zaistenie nevyžadovalo žiadne dodatočné finančné prostriedky (ako forward tak modelované opcie boli postavené bezplatne). ČSOB nevyžadovalo skladanie záloh, F-INT požadoval u oboch prípadoch istinu vo výške 5-10 % predmetného objemu. Za hlavný (oportunitný) náklad je možné považovať čas, ktorý je nutný k analýze, konštrukcii a uzavretiu obchodu.

Tab. 24 Silné a slabé stránky projektu

Silné stránky (prínosy)	Slabé stránky (náklady)
Participácia na pozitívnom kurzovom vývoji	Riziko nepriaznivého vývoja devízového trhu
Dostupnosť a servis produktov	Nevyhnutnosť precíznejšieho plánovania CF
Bezplatnosť zjednaných obchodov	Záväznosť obchodu v prípade forwardov

ZÁVER

Cieľom práce bolo vyzdvihnúť opodstatnenosť riadenia kurzového rizika u malých a stredných podnikov. Keďže sa zistilo, že rada z nich nemá o podstate devízového trhu poňatia, bol kladený vysoký dôraz i na spracovanie teoretickej časti. Čitateľ, bez ohľadu na odborovú príslušnosť, sa tým oboznámil so základnými pojmami najväčšieho subsystemu finančného trhu - trhu devízového - a získal elementárne poznatky pre problematiku minimalizácie kurzových strát. Preto práca svojim rozsahom prekračuje štandardný rozsah DP.

V ďalšej časti práce bola spracovaná pomerne stručná avšak multilaterálna finančná analýza konkrétnej spoločnosti, doposiaľ neuplatňujúcej žiadnu stratégiu v oblasti devízového rizika. To sa evidentne odrážalo i na stave jej výsledku hospodárenia, keď naširoko otvorená devízová pozícia spôsobovala každoročné úniky 10 a viac % čistého zisku. Inak z hľadiska klasických i moderných indikátorov prosperujúci podnik sa tak prostredníctvom vysokej, minimálne využívanej likvidity čoraz intenzívnejšie podieľal na nepriaznivom oslabovaní dominantnej inkasnej meny – eura, ako to dokázala kapitola 6, venovaná vývoju menového páru CZK/EUR s ohľadom na všetky relevantné fundamenty.

Preto bolo predmetom projektu ukázať, že hedging skutočne funguje nielen u veľkých spoločností. V spolupráci s finančným ústavom, kde má spoločnosť vedené devízové účty, bolo postavených niekoľko stratégií v komparatívnom členení. Aby sa predišlo špekuláciám, do projektu bola pozvaná i nezávislá spoločnosť Finance International, a.s., orientujúca sa na zahraničný platobný styk. Konštrukciám samotnej stratégie predchádzali závery postavené na predpovedi FATA. Tie odhalili postranný až mierne klesajúci trendový vývoj sledovaného podkladového aktíva. V projekte boli úspešne aplikované produkty forward, forward s variabilnou splatnosťou a opčná stratégia Risk Reversal. Vďaka nim došlo za 28 dní k úsporám vo výške cca 99 000 Kč. O úspešnosti ďalšieho z prípadov, ktorým je forwardové zaistenie tržieb za mesiac apríl sa možno presvedčiť počnúc 7. mája 2008, teda dňom, ktorý bol stanovený za dátum vysporiadania obchodu.

Nakoniec, pretože jednatel spoločnosti nemal záujem na skutočnom zaistení, kótované kurzy a podmienky využité pri tejto simulácii nemusia úplne odpovedať tým, ktoré by menované finančné inštitúcie postavili v prípade reálneho obchodu. Ničmenej závery projektu sú u oboch možností identické a ostáva tak už len na záujme vedenia analyzovaného podniku, či do budúcnosti pristúpi na zmenu svojho prístupu k riadeniu devízového rizika. Autor tejto DP verí, že áno.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY

- [1] BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Opce, swapy, futures: Deriváty finančního trhu*. Praha: Management Press, 1997. 206 s. ISBN 80-85943-29-8.
- [2] DOSTÁL, P., RAIS, K., SOJKA, Z. *Pokročilé metody manažerského rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005. 166 s. ISBN 80-247-1338-1.
- [3] ELDER, A., *Tradingem k bohatství*. 1. vyd. Tečcice: Impossible, 2006. 305 s. ISBN 80-239-7048-8.
- [4] JÍLEK, J. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2000. 635 s. ISBN 80-716-9579-3.
- [5] KRÁL, M. *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě*. 1. vyd. Praha: VOX, 2003. 228 s. ISBN 80-8634-28-1.
- [6] KRÁL, M. *Mezinárodní finance*. 2. vyd. Zlín: FaME UTB, 2006. 278 s. ISBN 80-7318-441-9.
- [7] KRÁL, M. *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze*. 1. vyd. Zlín: FaME UTB, 2006. 290 s. ISBN 80-7318-485-0.
- [8] KRUPOVÁ, L. a kol. *Mezinárodní standardy účetního výkaznictví: Principy, Metodologie, Interpretace*. 1. vyd. Praha: VOX, 2005. 1050 s. ISBN 80-86324-44-3.
- [9] MACKENZIE, I. *Professional English in Use: Finance*. 1st ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2006. ISBN 978-0-521-61627-0.
- [10] MERNA, T., AL-THANI F. F. *Risk management: Řízení rizik ve firmě*. Brno: Computer Press, 2007. 194 s. ISBN 978-80-251-1547-3.
- [11] MLÁDEK, R. *Světové účetnictví: IFRS, US GAAP*. 3. vyd. Praha: Linde, 2005. 415 s. ISBN 80-7201-519-2.
- [12] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [13] POLÁCH, J., KAMENÍKOVÁ, B., POLÁK, P. *Základy peněžních a kapitálových trhů*. 1. vyd. Zlín: FaME UTB, 2006. 168 s. ISBN 80-7318-392-7.
- [14] SCHILLER, B. *Essentials of Economics*. 6th ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2005. 418 s. ISBN 0-07-111194-8.

- [15] ŠRÁMKOVÁ, A., JANOUŠKOVÁ, M. *Mezinárodní standardy účetního výkaznictví - IAS/IFRS - praktické aplikace*. 1. vyd. Praha: ISÚ, 2006. 432 s. ISBN 80-86716-28-7.
- [16] VLACHÝ, J. *Řízení finančních rizik*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006. 257 s. ISBN 80-86754-56-1.

elektronické zdroje:

- [17] DELOITTE IAS PLUS: *An Overview of International Financial Reporting Standards*. [online]. c2007 [2007-12-10].
<<http://www.iasplus.com/standard/standard.htm>>.
- [18] HANSON, R., OPRA, R., PORTER, D. *Information Aggregation and Manipulation in an Experimental Market*. USA: George Mason University, 2005. 15 s. Dostupné z <http://hanson.gmu.edu/biastest.pdf>.
- [19] DEFAULTRISK.COM: *Credit Rating Agencies*. [online]. c2008 [2008-04-29].
<http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm>.
- [20] ONDROVÁ, E. *Mzdy rostou díky nižší nezaměstnanosti*. [online]. c2008 [2008-03-25]. Dostupné z <http://www.finance.cz/zpravy/finance/151932-mzdy-rostou-diky-nizsi-nezamestnanosti>.

internetové portály:

Česká národní banka	(www.cnb.cz)
Český statistický úřad	(www.czso.cz)
Citco-FT	(www.citco.cz)
ČSOB	(www.csob.cz)
Eurostat	(ec.europa.eu)
Euroekonom	(www.euroekonom.cz)
Finance International	(www.financial.cz)
IMF	(www.imf.org)
Investopedia	(www.investopedia.com)
MPO	(www.mpo.cz)
MPSV	(www.mpsv.cz)
Kurzy.cz	(www.kurzy.cz)
Wikipedia	(en.wikipedia.org)

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

ART	Forward s priemerným kurzom
BIS	Banka pre medzinárodné zúčtovanie (tzv. banka CB alebo „banka bánk“)
BWMS	Brettonwoodský medzinárodný menový systém
CB	Centrálna (ceduľová) banka
CF	Peňažné toky (spravidla hotovosť)
CPI	Index spotrebiteľských cien (zložka cenovej hladiny)
CZK	Menová skratka českej koruny
ČNB	Česká Národná Banka
ČSÚ	Český štatistický úrad
ECB	Európska centrálna banka
EGAP	Exportní garanční a pojišťovací společnost, a.s.
EMÚ	Európska menová únia
EUR	Menová skratka eura
FATA	Prístup založený na paralelnom využití fundamentálnej i technickej analýzy
FDI	Ukazateľ priameho zahraničného kapitálu (investícií)
FED	Federálny monetárny systém (systém centrálnych bánk USA)
GDP	Ukazateľ hrubého domáceho produktu (tiež HDP)
ILO	Medzinárodná organizácia práce
IMF	Medzinárodný menový fond
IT	Informačné technológie (technické a programové vybavenie)
KÚP	Komerční úvěrová pojišťovna, a.s.
MACD	Moving Average Convergence Divergence (indikátor TA)
MPO	Ministerstvo priemyslu a obchodu
MCSI	Michiganský index nálady spotrebiteľov

MSCI	Morgan Stanley Capital International
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
OBV	OnBalance Volume (indikátor TA)
OECD	Mezinárodní organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj
OKEČ	Odvetvovo-ekonomická činnost' (klasifikace českého průmyslu)
OPEC	Združení krajín vyvážajících ropu
OTC	Mimoburzový trh
PMI	Index průmyselné aktivity
PPI	Parita kúpnej sily
PPP	Index průmyselných cen (zložka cenové hladiny)
RRR	Sadba povinných minimálních rezerv na mezibankovním trhu
RUB	Menová skratka pro ruský rubel'
SME	Segment malých a středních podniků
TA	Technická analýza
USD	Menová skratka pro americký dolar
ÚZ	Účtová závěrka
V4	Vyšehradská štvorka - politické zoskupenie štátov ČR, SR, Maďarsko a Poľsko
VMF	Forward s variabilnou splatnosťou

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obr. 1	Postavenie devízového trhu v rámci globálneho finančného trhu	16
Obr. 2	Globálny obrat tradičného forex trhu v mld. USD (bez ďalších derivátov)	16
Obr. 3	Volatilita na menovom páre YENNZD (dlhodobý 22-denný klzavý priemer).....	22
Obr. 4	Obchodný systém Meta Trader 4	40
Obr. 5	Vzorec pre výpočet forwardového kurzu (forward rate)	45
Obr. 6	Príklad opčných stratégií firmy ICAP Energy	47
Obr. 7	Zjednodušená SWOT analýza firmy LINE s.r.o.	49
Obr. 8	Vývoj rentability aktív v českom priemysle podľa jednotlivých odvetví.....	50
Obr. 9	Teritoriálna skladba tržieb LINE s.r.o. (2007).....	51
Obr. 10	Sieťová analýza spoločnosti LINE s.r.o.....	54
Obr. 11	Menová štruktúra pohľadávok LINE s.r.o. (04/08)	57
Obr. 12	Objem a prírastok HDP oproti rovnakému kvartálu minulého roku	58
Obr. 13	Vývoj medziročného HDP v ČR a Eurozóne (%)	59
Obr. 14	Zrovnanie inflačného vývoja v ČR a Eurozóne (%).....	61
Obr. 15	Historický vývoj a predpoveď miery nezamestnanosti v ČR (%)	63
Obr. 16	Vývoj evidovanej miery nezamestnanosti v ČR a Eurozóne (%).....	64
Obr. 17	Vývoj bežného účtu platobnej bilancie ČR a Eurozóny (mld. USD)	67
Obr. 18	Vývoj českej koruny voči jednotnej mene za dobu jej existencie	68
Obr. 19	Predikcia EURCZK za využitia nástrojov TA (denný graf)	77
Obr. 20	Predikcia EURCZK za využitia nástrojov TA (hodinový graf).....	78
Obr. 21	Priebeh vzniku opčnej stratégie Risk Reversal.....	80
Obr. 22	Zaistenie využitím forwardu, resp. VMF.....	81
Obr. 23	Detaily obchodu Risk Reversal (opcie EUR)	83

ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1	Charakteristika systémov pevných a pohyblivých menových kurzov	13
Tab. 2	Rozvaha spoločnosti Alpa a.s. k 31.12.2007	26
Tab. 3	Výsledovka spoločnosti Alpa a.s. k 31.12.2007	26
Tab. 4	Vývoj kurzu Kč / 100 RUB v priebehu roka 2007	27
Tab. 5	Prevod rozvahy k 31.12.2007	27
Tab. 6	Prevod výsledovky k 31.12.2007	27
Tab. 7	Prevod rozvahy k 31.12.2007	28
Tab. 8	Prevod výsledovky k 31.12.2007	28
Tab. 9	Ratingový výhľad krajín V4 v podaní svetových agentúr (3/2008).....	32
Tab. 10 a 11	Absolútne ukazatele podniku LINE s.r.o.	52
Tab. 12	Pomerové ukazatele spoločnosti LINE s.r.o.	54
Tab. 13	Detaily účtov 56 a 66 u spoločnosti LINE s.r.o. (Kč).....	55
Tab. 14	Rozbor pohľadávok a záväzkov u spoločnosti LINE s.r.o. (2006).....	56
Tab. 15	Štruktúra platobnej bilancie ČR v ročnej perióde (mil. Kč).....	66
Tab. 16	Minimálne objemy pre uzavretie obchodu u ČSOB (EUR alebo ekvivalent).....	72
Tab. 17	Detaily vydaných faktúr určených k zaisteniu	79
Tab. 18	Vypočítaný a kótované forwardové kurzy u pohľadávok	81
Tab. 19	Detaily obchodu Risk Reversal u pohľadávok	82
Tab. 20	Vypočítaný a kótované forwardové kurzy u tržieb	83
Tab. 21	Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok forwardom (Kč celkom)	84
Tab. 22	Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok opciami (Kč celkom)	84
Tab. 23	Vyhodnotenie - zaistenie pohľadávok forwardom (Kč celkom)	85
Tab. 24	Silné a slabé stránky projektu	85

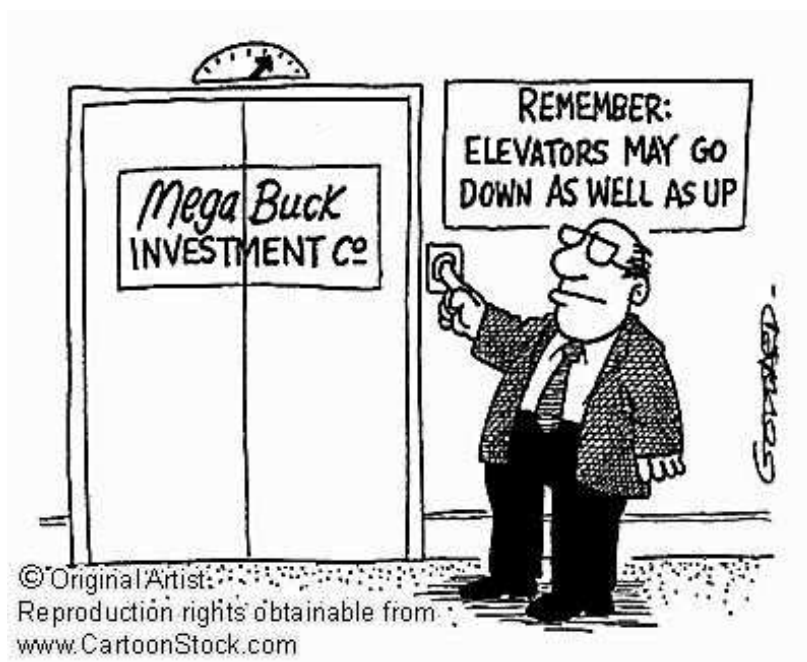
ZOZNAM PRÍLOH

- Príloha I: Ukážka papierových peňazí (John Law)
- Príloha II: Realita účastníka na finančnom trhu
- Príloha III: Úvodný dotazník k zahájeniu projektu
- Príloha IV: Ukážka faktúry denominovanej v EUR
- Príloha V: Párovanie dokladov (prirodzený hedging)
- Príloha VI: Zahraničný obchod ČR za rok 2007
- Príloha VII: Vývoj úrokových sadzieb v ČR a EMÚ
- Príloha VIII: Princíp termínovej operácie (forward)

PRÍLOHA I: UKÁŽKA PAPIEROVÝCH PEŇAZÍ (JOHN LAW)



PRÍLOHA II: REALITA ÚČASTNÍKA NA FINANČNOM TRHU



Pozn.: „Pamätajte: Výťahy môžu ísť hore rovnako ako aj dole“

PRÍLOHA III: ÚVODNÝ DOTAZNÍK K ZAHÁJENIU PROJEKTU

Úvodný dotazník

(k spolupráci s LINE s.r.o. a vypracovaniu DP)

Vaše názory a fakty poslúžia pre z kvalitnenie analýzy, preto každá veta odpovede bude cenná.

V súčasnosti sa na diskusných fórach venovaných ekonomike začína čoraz častejšie hovoriť o problematike devizových rizík, CitiBank ČR nedávno zriadila pre svojich klientov samostatné oddelenie venované hedgingu a súvisiacim nástrojom... Aký význam prikladáte problematike kurzových rizík vo firemnom prostredí obce?

Vysoký.

Dolar stratil za posledný rok voči českej korune 18,4, euro 8,9 %. Očakáva sa pokračujúci rast domácej ekonomiky, čo môže výrazne ovplyvniť výšku zahraničných pohľadávok ako aj záväzkov plateným zahraničným dodávateľom. Akým spôsobom sú riadené existujúce devizové riziká vo vašom firemnom prostredí? Prečo ste zvolili práve takúto stratégiu?

Devizová rizika nejsou ve společnosti řízena. Je respektována strategie zahraničního majitele, která je spíše konzervativní.

Velké firmy (Škoda Auto, Procter-Gamble a pod.) realizují významné zisky ze spekuláčních obchodů na devizovém trhu, které tvoří nezanedbatelný příjem ich podnikání. Středné podniky vyhledávají skôr konzervativnější přístup v pokrývání svojich rizikových pozícií, čím minimalizujú straty z ich primárnej produkčnej činnosti. Ako sa LINE vysporadúva s kurzovými stratami (naloží s prípadným kurzovým ziskom¹)?

V tomto období se realizují kurzové ztráty. (Rozdíl účtu 563 a 663)

LINE s.r.o. je klientom... (prosím vyberte z možností)

Československá obchodní banka,a.s.

¹ V tomto prípade rozdiel účtov 66 Kurzové zisky a 55 Kurzové straty - vrátane pridružených účtov a podúčtov

PRÍLOHA IV: UKÁŽKA FAKTÚRY DENOMINOVANEJ V EUR

FAKTURA (daňový doklad)

12/2008

Dodavateľ [redacted] s.r.o. [redacted] [redacted] Czech Republic IČ : [redacted] Telefon : [redacted] DIČ : [redacted] Fax : [redacted] Zapsaná v OR u Krajského soudu v Brně [redacted] Peněžní ústav : ČSOB EUR 00 [redacted] Číslo účtu : [redacted] IBAN : [redacted] BIC (SWIFT-Code) : [redacted]		Číslo dokladu - variabilní symbol 9910111
Místo určení: Firma O.T.E.C. Malacky Cesta Mládeže 18 Malacky Slovensko p. Kratochvíl 00421-903-556 852		Odběratel Orange Slovensko, a.s. Prievozká 6/A 821 09 Bratislava Slovensko IČ: 35697270 DIČ: SK2020310578 Kontakt. os.: Konstatní symbol : 0008 Datum vystavení dokladu : 12.03.08 Datum uskutečnění zdan. plnění : 12.03.08 Splatnost : 21.04.08 Způsob úhrady : Převodním příkazem

Katalog	Označení dodávky	MJ	Cena za MJ	Množství	Hodnota DPH%	Celkem
	Objednávka					
22061-200	Trubička 10/8 nehof.-HF silicore, bezbarva *8 x 3000 m *11003096, 11003097, 11003098 *11003099, 11003100, 11003101 *11003103, 11003104	m	0,3089	24 000,0000	7 413,60	7 413,60 EUR
102-1125	Bubínek 90 cm - MTB 3	ks		8,0000		EUR
901-1125	Paleta dřevěná	ks		3,0000		EUR
	Doprava	ks	190,0000	1,0000	190,00	190,00 EUR

	Hodnota	DPH	Celkem
Základní sazba :	19%		EUR
Snížená sazba :	9%		EUR
Bez DPH :	0%	7 603,60	7 603,60 EUR
Faktura celkem :	7 603,60		7 603,60 EUR

Sumarizace CZK	Hodnota	DPH	Celkem
VAT 19%			
VAT 9%			
0%	190 584,75	—	190 584,75
	190 584,75		190 584,75

CELKEM K ÚHRADĚ : 7 603,60 EUR

EUR Přepočet : 25,065

Objednávka : 4500195490
 Račic list : 480178
 Úrok z prodlení : 0,05 % denně
 Počet příloh : 1

Obchodní známka: e-mail: [redacted]@[redacted].cz

Doklad vystavil(a) [redacted]

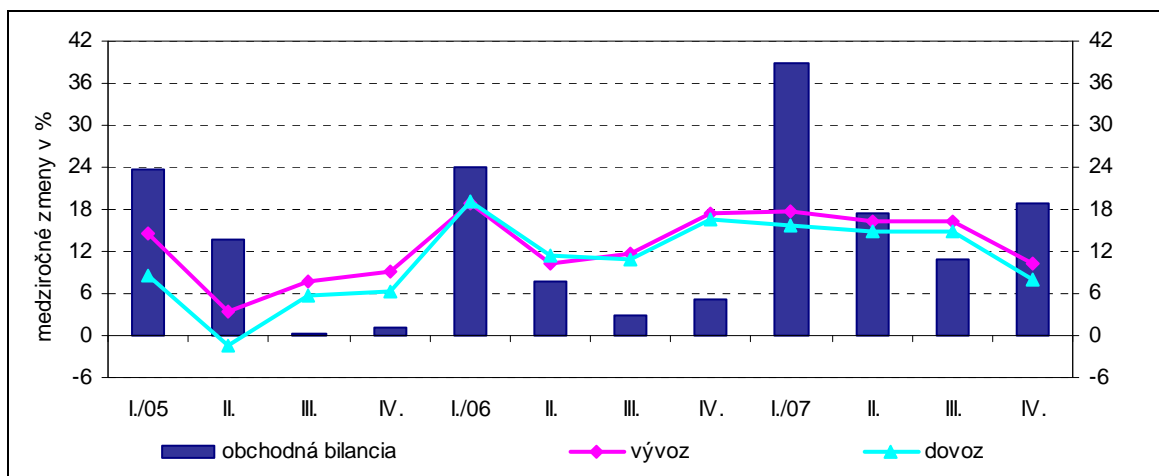
PRÍLOHA V: PÁROVANIE DOKLADOV (PRIRODZENÝ HEDGING)

LINE s.r.o.	Stav		EUR
	Splatnosť	Pohľadávky	Závazky
01.04.08	32 531,20		32 531,20
02.04.08	20 029,16		20 029,16
03.04.08	52 054,96	18 793,51	33 261,45
04.04.08	26 087,00		26 087,00
05.04.08	2 393,73		2 393,73
06.04.08	67 067,20		67 067,20
07.04.08			
08.04.08			
09.04.08	49 022,42		49 022,42
10.04.08	47 532,84		47 532,84
11.04.08	50 168,42		50 168,42
12.04.08			
13.04.08	42 393,10		42 393,10
14.04.08			
15.04.08			
16.04.08	59 326,00		59 326,00
17.04.08	27 813,60		27 813,60
18.04.08	20 708,80		20 708,80
19.04.08			
20.04.08	107 023,40		107 023,40
21.04.08	7 603,60		7 603,60
22.04.08	32 531,20		32 531,20
23.04.08			
24.04.08	137 505,92		137 505,92
25.04.08	49 675,80	1 670,55	48 005,25
26.04.08	48 009,60		48 009,60
27.04.08	32 628,80		32 628,80
28.04.08			
29.04.08			
30.04.08	41 959,14		41 959,14
Σ	954 065,89	20 464,06	933 601,83

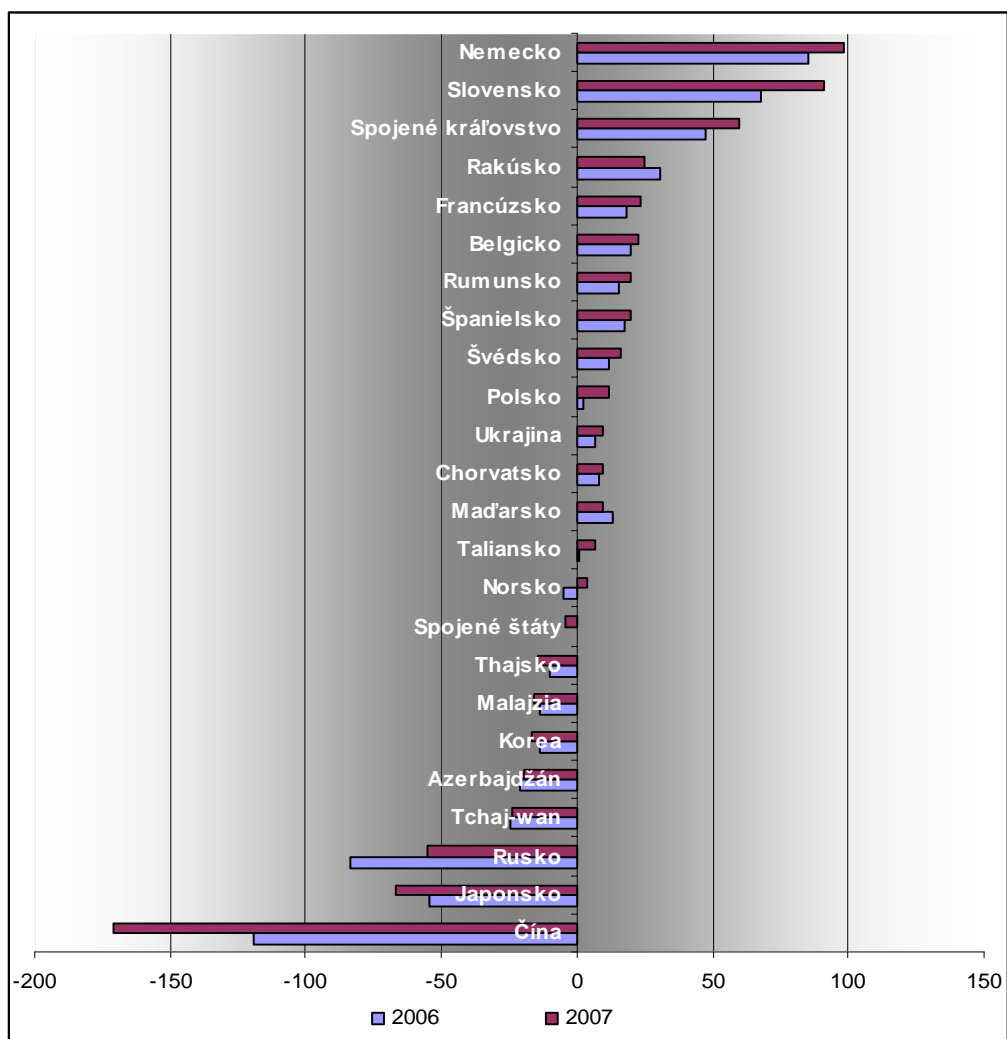
Pozn.: Účinnosť tohto manévru prirodzeného hedgingu je, ako ukazuje súpis za obdobie 04/08, minimálna. Z celkového množstva očakávaných príjmov je ošetrených iba 2,14 %, zvyšok je plne vystavený kurzovému riziku.

PRÍLOHA VI: ZAHRANIČNÝ OBCHOD ČR ZA ROK 2007

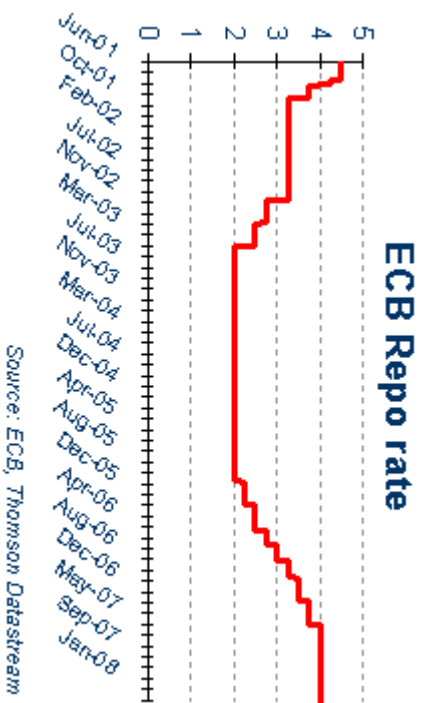
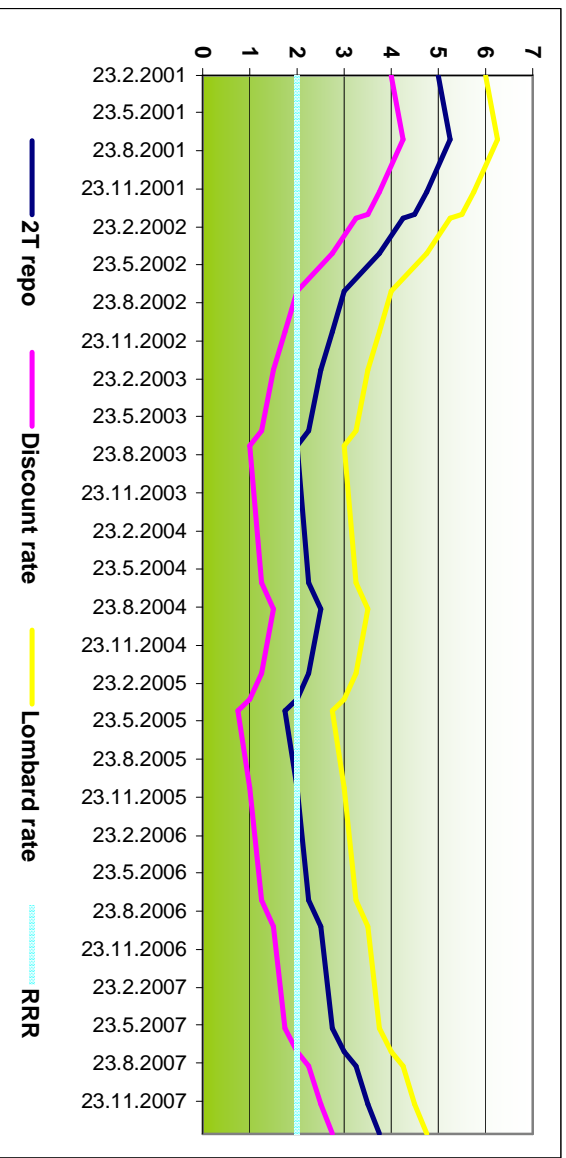
1) Vývoj salda obchodnej bilancie za jednotlivé štvrťroky (mld. Kč):



2) Vybraná teritoriálna štruktúra obchodnej bilancie (mld. Kč):



PRÍLOHA VII: VÝVOJ ÚROKOVÝCH SADZIEB V ČRA EMÚ

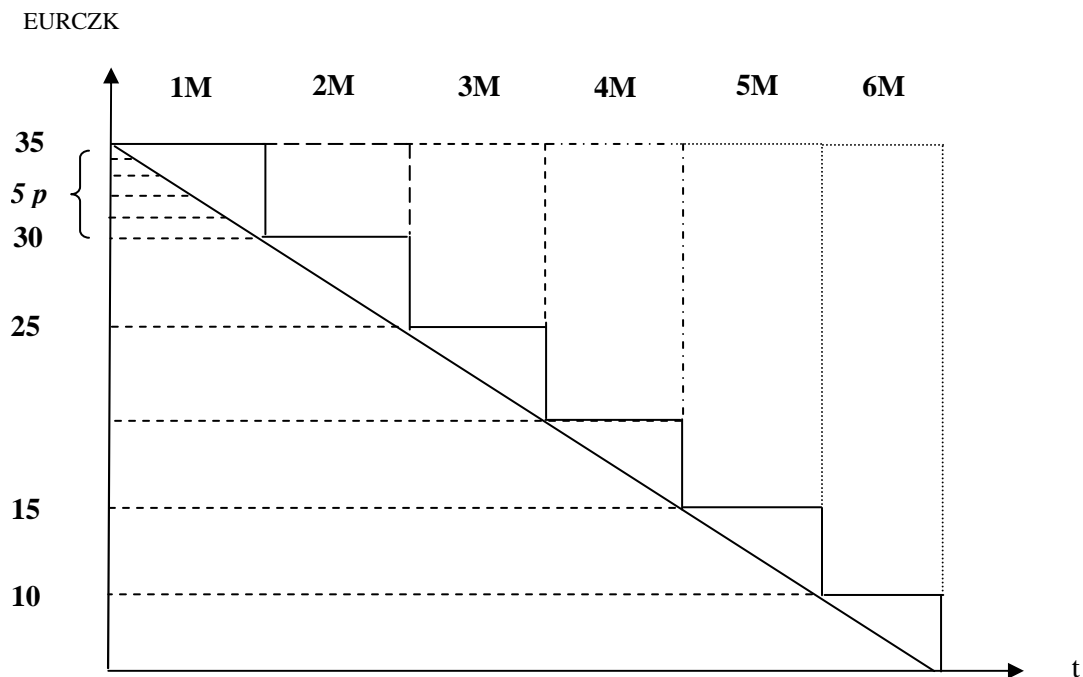


Source: ECB, Thomson Datastream

Pozn.: Posledná úroveň úrokových sadziieb je reprezentovaná hodnotou 3,75 % u ČNB a 4,00 % u ECB (4/2008)

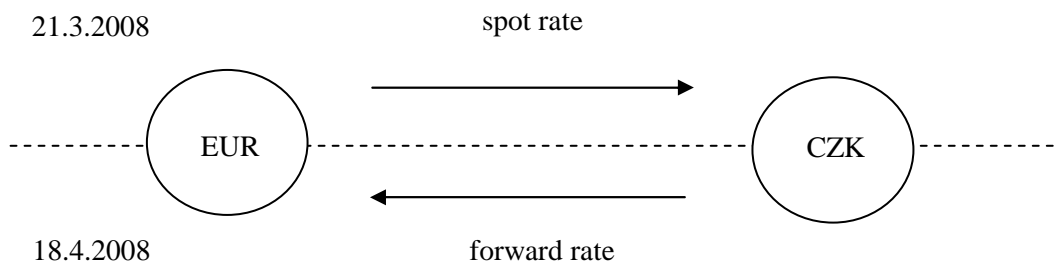
PRÍLOHA VIII: PRINCIP FORWARDU A SWAPU

Forward)



Pozn.: S poklesom kurzu subjekt realizuje úspory (mimoriadny zisk) voči inak spotovým konverziám. Čím dlhšie je zjednané obdobie, tým účinnejší je efekt termínového obchodu. Ilustrácia predkladá konverziu 5 pohľadávok v deň ich splatnosti. V prípade ich zaistenia 1M forwardom, realizuje subjekt na poklese kurzu úsporu 1Kč za každú pohľadávku. Podmienkou je vedieť sumu očakávaných platieb v deň uzatvárania kontraktu.

Swap)



Pozn.: Menový swap sa ako kombinácia dvoch transakcií, spotovej a forwardovej, zakladá na predaji jednej meny za druhú menu s vysporiadaním v spotovej valute a spätnom nákupe s vysporiadaním vo forwardovej valute. Obe transakcie sa uzatvárajú v rovnakom momente a v rovnakých objemoch. Využíva sa pri posune forwardu, úrokovej špekulácii a potrebe dočasného financovania.