



Dilema zajištění se proti kurzovým výkyvům proexportně orientované firmy

Diplomová práce

Studijní program: N6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T085 – Podniková ekonomika

Autor práce: **Bc. Tomáš Bohuslav**

Vedoucí práce: PhDr. Ing. Pavla Bednářová, Ph.D.





Dilemma of Securing Against Exchange Rate Deviation in Case of the Pro-Export Orientated Company

Diploma thesis

Study programme: N6208 – Economics and Management

Study branch: 6208T085 – Business Administration

Author: **Bc. Tomáš Bohuslav**

Supervisor: PhDr. Ing. Pavla Bednářová, Ph.D.



Podklad pro zadání DIPLOMOVÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
Bc. Bohuslav Tomáš	Zelená 1954, Náchod	E13000166

TÉMA ČESKY:

Dilema zajištění se proti kurzovým výkyvům proexportně orientované firmy

TÉMA ANGLICKY:

Dilemma of Securing Against Exchange Rate Deviation in Case of the Pro-Export Orientated Company

VEDOUCÍ PRÁCE:

PhDr. Ing. Pavla Bednářová, Ph.D. - KEK

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

1. Stanovení cílů a formulace výzkumných předpokladů,
2. Teorie rozhodování v podmínkách rizika a teorie směnného kurzu,
3. Vyhodnocení ekonomické situace firmy a rozbor vybraných případů z minulosti majících v důsledku kurzového výkyvu vliv na výši hospodářského výsledku,
4. Zmapování palety nástrojů sloužících k zabezpečení se vůči kurzovým výkyvům, výběr vhodných nástrojů,
5. Vyhodnocení efektivnosti stávajícího a navrhovaného řešení problematiky kurzového rizika,
6. Formulace závěrů a ověření výzkumných předpokladů.

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

DURČÁKOVÁ, J. a M. MANDEL. Mezinárodní finance. 4. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-6.

ČERNOHLÁVKOVÁ, E., A. SATO a J. TAUŠER. Finanční strategie v mezinárodním podnikání. 1. vyd. Praha: Aspi, a.s., 2008. ISBN 978-80-7357-321-8.

ARNOLD, G. Corporate Financial Management. 3rd ed. UK: Pearson Education Limited, 2005. ISBN 0-273-68726-3.

HOŘEJŠÍ, B., J. SOUKUPOVÁ, L. MACÁKOVÁ a J. SOUKUP. Mikroekonomie. 4. roz. vyd. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-150-8.

MACH, M., Makroekonomie II. 3. vyd. Slaný: Melandrium, 2001. ISBN 80-86175-18-9.

Databáze článků ProQuest (<http://knihovna.tul.cz/>)

Podpis studenta:

Datum:

Podpis vedoucího práce:

Datum:

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat především vedoucí své diplomové práce PhDr. Ing. Pavle Bednářové, PhD. za její cenné rady a náměty poskytnuté v rámci konzultací stejně tak jako za její pomoc s obsahovou a stylistickou stránkou mé práce. Velké díky patří rovněž mému odbornému konzultantovi Mgr. Petru Čejchanovi a Ing. Lukáši Dyntarovi z firmy Integraf, s. r. o. za jejich spolupráci a poskytnutí informací, bez nichž by nebylo možné tuto diplomovou práci vypracovat. V neposlední řadě mi dovoluje poděkovat své rodině a přátelům za trpělivost a podporu, které se mi nejen při psaní této práce z jejich strany dostávalo.

Anotace

Předmětem diplomové práce „Dilema zajištění se proti kurzovým výkyvům proexportně orientované firmy“ je vyhodnocení stávajícího řešení dané problematiky na příkladu konkrétního podniku a navržení alternativních způsobů, které by se zapříčinily o vylepšení jeho aktuální situace. Práce je rozdělena do dvou částí, a sice na část teoretickou a praktickou. První z nich se věnuje tématům rozhodování spotřebitele (firmy) v podmínkách rizika, respektive determinace směnného kurzu. Mimo to je zde rovněž uveden výčet nástrojů sloužících k zajištění se vůči tomuto druhu rizika a praktik v zahraničním obchodě běžně používaných. Část druhá představuje podnik samotný, náhodskou polygrafickou firmu Integraf, s. r. o., mapuje vývoj eura a měnové unie, na základě dostupných údajů hodnotí zahraniční obchod společnosti jako takový, zmiňuje téma aktuálních devizových intervencí České národní banky a nabízí autorův alternativní návrh na zlepšení stávající situace podniku, pokud jde o problematiku zajištění se vůči kurzovému riziku.

Klíčová slova

Kurzové riziko, zahraniční obchod, devizové intervence, směnný kurz, forward, futures, opce, swap, finanční derivát, kurzový zisk, kurzová ztráta, euro, měnová unie, dokumentární akreditiv, dokumentární inkaso, bankovní záruka, hladké platby, netting, měnová diverzifikace, časování plateb, změna struktury aktiv a pasiv, pojištění, diverzifikace, uzavření devizové pozice pomocí služeb finančního trhu, úprava kupní smlouvy.

Annotation

The subject of this thesis entitled “Dilemma of Securing against Exchange Rate Deviation in Case of the Pro-export Orientated Company” is an evaluation of the current solution of the given topic used by a concrete enterprise and suggestion of alternative ways which could help to improve its current situation. The thesis is divided into two parts: theoretical and practical. The first concerns the topics of the decision-making process under conditions of risk and the determination of the exchange rate. In addition to this, there is also an enumeration of tools used for securing against this kind of a risk and instruments commonly used in international business. The other part involves the enterprise itself; describes the development of the Euro currency and the European monetary union; evaluates the company’s foreign trade performance based on the data available; considers the topic of the current interventions by the ČNB and provides the author’s alternative suggestion of how to improve the company’s actual situation with regards the topic of securing against the exchange rate risk.

Key words

Exchange rate risk, international business, interventions, exchange rate, forward, futures, option, swap, financial derivate, exchange rate profit, exchange rate loss, Euro, The Economic and Monetary Union, letter of credit, documentary collection, bank guarantee, clean payment, netting, currency diversification, timing of payments, changing the asset/liability structure, insurance, diversification, closing of the foreign exchange position using services of the financial market, purchase agreement adjustment.

Obsah

Seznam obrázků.....	11
Seznam tabulek.....	12
Seznam zkratk a značek.....	13
Úvod	15
1 Teorie rozhodování v podmínkách rizika.....	17
1.1 Riziko a způsob jeho vnímání.....	17
1.2 Druhy rizik v podnikání.....	24
1.3 Možnosti eliminace rizika.....	26
1.3.1 Pojištění	26
1.3.2 Diverzifikace	28
1.3.3 Získání dodatečných informací	29
2 Teorie determinace měnového kurzu	30
2.1 Zákon jediné ceny.....	30
2.2 Absolutní forma teorie parity kupní síly.....	31
2.3 Relativní forma teorie parity kupní síly.....	32
2.4 Reálný měnový kurz	34
2.5 Měnový kurz ve vztahu k české koruně.....	35
2.6 Determinace měnového kurzu v dlouhém období	35
3 Způsoby zabezpečení se proti kurzovému riziku	37
3.1 Otevřená devizová pozice	37
3.2 Střet zájmů	38
3.3 Možnosti zabezpečení.....	38
3.3.1 Interní metody	39
3.3.2 Externí metody	41
4 Zahraniční platební styk	55

4.1	Nástroje zahraničního platebního styku.....	57
4.1.1	Hladké platby.....	57
4.1.2	Dokumentární akreditiv.....	58
4.1.3	Dokumentární inkaso.....	59
4.1.4	Bankovní záruka.....	60
5	Integraf, s. r. o.....	61
5.1	Historie.....	62
5.2	Portfolio služeb.....	62
5.3	Vlastnické záležitosti.....	63
5.4	Organizační struktura a zaměstnanci.....	63
5.5	Spolupráce se vzdělávacími institucemi.....	64
5.6	Marketingová analýza.....	65
5.7	SWOT analýza.....	66
5.8	Zahraníční obchod.....	67
5.9	Současný stav zajištění se proti kurzovému riziku.....	70
6	Euro a měnová unie.....	72
6.1	Historie eura jakožto společné měny.....	72
6.2	Euro jako světová měna.....	75
6.3	Eurozóna v krizi.....	76
7	Zhodnocení vývoje měnového kurzu CZK/EUR a zahr. obchodu společnosti.....	77
7.1	Účetní rok 2010.....	77
7.2	Účetní rok 2011.....	80
7.3	Účetní rok 2012.....	83
7.4	Účetní rok 2013.....	86
7.5	Účetní rok 2014.....	89
8	Intervence ČNB.....	93

9	Návrh řešení.....	96
	Závěr.....	111
	Seznam použité literatury	114

Seznam obrázků

Obr. 1.1: Averse k riziku – graf celkového užitku

Obr. 1.2: Averse k riziku – graf mezního užitku

Obr. 1.3: Vyhledávání rizika – graf celkového užitku

Obr. 1.4: Vyhledávání rizika – graf mezního užitku

Obr. 1.5: Lhostejný vztah k riziku – graf celkového užitku

Obr. 1.6: Lhostejný vztah k riziku – graf mezního užitku

Obr. 1.7: Pojištění – spravedlivá a maximální pojistka

Obr. 2.1: Křivka poptávky a nabídky korun v dlouhém období

Obr. 5.1: Sídlo společnosti Integraf

Obr. 7.1: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2010 do srpna 2011

Obr. 7.2: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2010 do srpna 2011

Obr. 7.3: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2011 do srpna 2012

Obr. 7.4: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2011 do srpna 2012

Obr. 7.5: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2012 do srpna 2013

Obr. 7.6: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2012 do srpna 2013

Obr. 7.7: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2013 do srpna 2014

Obr. 7.8: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2013 do srpna 2014

Obr. 7.9: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2014 do srpna 2015

Obr. 7.10: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2014 do srpna 2015

Obr. 9.1: Simulace vývoje zahraničního obchodu společnosti při výkyvu měnového kurzu o +/-0,1 CZK

Seznam tabulek

Tab. 5.1: SWOT analýza firmy Integraf, s. r. o.

Tab. 9.1: Vývoj zahraničního obchodu firmy Integraf, s. r. o. v průběhu celého sledovaného období

Tab. 9.2: Výše vybraných příchozích a odchozích plateb po hypotetické deprecii CZK

Tab. 9.3: Nabídka forwardových kurzů České spořitelny na rok 2016

Tab. 9.4: Nabídka forwardových kurzů ČSOB na rok 2016

Tab. 9.5: Nabídka průměrných forwardových kurzů ČSOB na rok 2016

Seznam zkratek a značek

BEN	beneficiary
BIC	Business Identification Code
CME	Chicago Mercantile Exchange
CZK	koruna česká
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
ECU	Evropská měnová jednotka
EMCF	Úvěrové nástroje Evropského fondu pro měnovou spolupráci
EMS	Evropský měnový systém
ERM	Mechanismus směnných kurzů
EUR	euro
FDE	dolar/euro futures
Fed	Federální rezervní systém
IBAN	International Bank Account Number
LYFFE	London International Financial Futures and Options Exchange
NYFE	New York Futures Exchange
OTC	Over-The-Counter
OUR	our
SEPA	Single Euro Payment Area
SHA	shared
SWIFT	Society for Worldwide Financial Telecommunication

SWOT Strengths / Weaknesses / Opportunities / Threats

THP Technicko-hospodářský pracovník

USD americký dolar

Úvod

V důsledku globalizace a boření mezinárodních obchodních bariér se firmám napříč celým světem naskytly příležitosti, které mnozí ještě v polovině minulého století pokládali za zcela nemyslitelné. Zatímco před revolucí byl v rámci české ekonomiky zahraniční obchod doménou zpravidla jen těch největších tuzemských společností, dnes jej - ať už v jakékoliv podobě - realizuje snad každý středně velký podnik. Obchodování se zahraničními partnery s sebou na jedné straně může přinést spoustu výhod, na straně druhé je ovšem potřeba vzít v potaz hned několik specifických rizik z tohoto druhu podnikání pramenících. Jedním takovým je i riziko kurzové.

Problematikou výkyvů měnových kurzů jednotlivých národních a nadnárodních měn a jejich vlivů na finanční výkonnost firem se v globálním měřítku den co den zabývají statisíce ekonomů a analytiků. Autor této diplomové práce se oproti tomu zaměřuje pouze na jeden konkrétní podnik, a sice na náhodský Integraf, s. r. o., pro nějž se výše zmíněné téma stalo díky značnému nárůstu jeho zahraničně-obchodních aktivit během posledních pěti let poměrně aktuálním. Jejím hlavním cílem pak je vyhodnocení efektivnosti stávajícího řešení problematiky kurzového rizika a navržení alternativních metod, které by současnou situaci podniku potenciálně vylepšily.

Diplomová práce je rozdělena do dvou částí, přičemž první z nich se na výše uvedené téma dívá čistě z teoretického úhlu pohledu, zatímco v rámci té druhé se autor snaží aplikovat všechny tyto teoretické poznatky do praxe. Práce má celkem devět kapitol. První z nich se zabývá definováním rizika jako takového, způsoby jeho vnímání a možnostmi, jak se mu bránit. Druhá kapitola se zaměřuje na determinaci měnového kurzu pomocí tří základních teorií – zákona jediné ceny, absolutní teorie parity kupní síly a relativní teorie parity kupní síly. Kapitoly tři a čtyři se svou povahou již přibližují samotnému jádru zkoumaného problému, neboť je v nich věnována pozornost konkrétním formám zabezpečení se proti kurzovému riziku včetně forwardů, futures, swapů nebo opcí, respektive nástrojům v zahraničním obchodě běžně používaným, jakými jsou například dokumentární akreditiv, dokumentární inkaso či bankovní záruka. Kapitola číslo pět představuje firmu Integraf, s. r. o., a to jak z hlediska její více než dvacetileté historie, tak z pohledu jejích podnikatelských aktivit. Jelikož zahraniční obchod společnosti je z převážné části realizován v eurech,

věnuje autor této práce několik stránek historickému i současnému vývoji jednotné evropské měny, respektive měnové unie. O tomto tématu pojednává kapitola šest. V sedmé kapitole je pozornost přesunuta směrem k zahraničnímu obchodu firmy jako takovému. Je zde zmapován jeho vývoj během pěti po sobě jdoucích účetních období počínaje rokem 2010, který je navíc vsazen do kontextu s tehdejší ekonomickou situací v České republice. Kapitola osmá se zabývá fenoménem devizových intervencí České národní banky (ČNB), které s tématem této diplomové práce ve skutečnosti velmi úzce souvisejí. A konečně kapitola číslo devět představuje návrh autorova řešení, jak vylepšit stávající situaci podniku, k němuž dospěl na základě dostupných údajů a informací poskytnutých vedením společnosti.

1 Teorie rozhodování v podmínkách rizika

V úvodu této diplomové práce byl ve spojitosti s obchodováním na zahraničních trzích několikrát zmíněn termín ‚kurzové riziko‘. Na riziko jako takové přitom může být nahlíženo z mnoha různých úhlů pohledu. Tichý (2006, s. 15) si pod tímto slovem vysvětluje „*kvalitativně dosti rozdílné, byť velice příbuzné pojmy,*“ přičemž při hledání jeho přesné definice upozorňuje na skutečnost, že se jedná „*o sémantický problém, který není univerzálně řešitelný. Záleží velice na odvětví, oboru a problematice, co se pod tímto názvem rozumí; záleží koneckonců i na jazyku, ve kterém se o riziku hovoří nebo píše (v češtině má ‚riziko‘ negativní odstín)*“ (tamtéž).

Podle Hořejší (2008, s. 118) se zase jedná o situaci, „*kdy ten, kdo se rozhoduje, zná všechny možné důsledky svého rozhodnutí a je schopen určit pravděpodobnost každého z nich*“.

V případě, kdy subjekt onu pravděpodobnost vyjádřit **neumí** nebo nezná všechny potenciální důsledky svého rozhodnutí nebo dojde ke kombinaci obou těchto faktorů, pak se již nejedná o rozhodování v podmínkách rizika, nýbrž v podmínkách **nejistoty** (tamtéž).

Vzhledem ke skutečnosti, že naprostá většina rozhodnutí, jež lidé ve svém každodenním životě činí, je realizována za nejistoty, respektive rizika, dostalo se v minulosti této problematice velké pozornosti, a to ať už ze strany filozofů, statistiků, matematiků či ekonomů. K jejímu objasnění byly vytvořeny nejrůznější teze, interpretace a teorie, využívá se matematických vzorců, respektive rovnic, a z nich odvozených grafů. Teorie rozhodování v podmínkách rizika, z níž autor této diplomové práce na následujících stránkách vychází, sice primárně spadá pod teorii chování spotřebitele jakožto jedince, to nicméně v žádném případě neznamená, že by se pomocí ní nedalo dostatečně dobře vysvětlit, jak by se k takovéto situaci stavěl management firmy. V zásadě se totiž jedná o naprosto stejný problém.

1.1 Riziko a způsob jeho vnímání

Jak již bylo řečeno, má-li se jednat o rozhodování v podmínkách rizika, je zapotřebí, aby byl daný subjekt schopen přesně stanovit, s jakou mírou pravděpodobnosti může ta která

potenciálně nebezpečná varianta nastat. Onu pravděpodobnost lze přitom určit pomocí dvou základních metod – **objektivní** a **subjektivní**.

Objektivní metoda vychází z předpokladu, že spotřebitel, respektive vedení firmy zná **frekvenci**, s jakou konkrétní jevy nastávají. Tuto znalost lze odvodit na základě zkušeností či logického uvažování. V rámci subjektivní metody je zase pro změnu potřeba spoléhat na **vlastní pocity** a znalost dané problematiky.

Na základě konkrétní varianty a stanovené míry pravděpodobnosti jejího výskytu pak lze určit takzvaný **očekávaný výsledek**. Tento očekávaný výsledek přitom říká, jaká bude velikost spotřebitelova důchodu (příjmu), připomíná Hořejší (2008). A jak ukazuje rovnice (1.1), jeho výpočet je vskutku triviální záležitostí, neboť

$$EX = \sum_{i=1}^n X_i \times \pi_i, \quad (1.1)$$

kde EX = hodnota očekávaného výsledku,

X_i = daná varianta,

π_i = pravděpodobnost, s níž daná varianta nastane.

Tento zápis se pak liší v závislosti na tom, kolik možných variant vývoje existuje. Pro více variant podle rovnice (1.2) platí, že

$$EX = X_1 \times \pi_1 + X_2 \times \pi_2 + \dots + X_n \times \pi_n, \quad (1.2)$$

přičemž $\pi_1 + \pi_2 + \dots + \pi_n$ se musí vždy rovnat 1.

Dále je nicméně potřeba zmínit, že spotřebitel ani vedení firmy se nebudou v podmínkách rizika rozhodovat podle toho, jak velký příjem mohou nakonec realizovat. Nikoliv. V nastalé situaci je pro ně stěžejní velikost dosaženého **očekávaného užítku**. Je pravdou, že za normálních okolností by se každý racionálně uvažující spotřebitel výši potenciálně realizovaného příjmu skutečně řídil, avšak ve chvíli, kdy se do celé záležitosti vloží i ono riziko znamenající případnou ztrátu příjmu (důchodu), je potřeba uvažovat poněkud jinak.

Tuto problematiku celkem výstižně zachycuje Arnold (2005, s. 228): „*Utility theory recognizes that money in itself is unimportant to human beings. What is important is well-being, satisfaction or utility to be derived from money. For most people a doubling of annual income will not double annual well-being. Money is used to buy goods and*

services. The first £8,000 of income will buy the most essential items – food, clothing, shelter, etc. Thus an individual going from an income of zero to one of £8,000 will experience a large increase in utility. If income is increased by a further £8,000 then utility will increase again, but the size of the increase will be less than for this first £8,000, because the goods and services bought with the second £8,000 provide less additional satisfaction. If the process of adding incremental amounts to annual income is continued then, when the individual has an income of, say, £150,000, the additional utility derived from a further £8,000 becomes very small. For most people the additional utility from consumption diminishes as consumption increases. This is the concept of diminishing marginal utility.“ (Teorie užitku praví, že peníze jako takové jsou pro lidi nedůležité. Co pro ně důležité je, je blahobyt, uspokojení nebo užitek, který z peněz pramení. Zdvojnásobení ročního příjmu pro většinu lidí neznamená dvojnásobně větší blahobyt. Peníze slouží k nákupu zboží a služeb. Z příjmu prvních 8 000 liber si koupí ty nejzákladnější položky – jídlo, oblečení, přístřeší, atd. A proto když dojde ke zvýšení jeho příjmu z nuly na 8 000 liber, pocítí jednotlivec obrovský nárůst užitku. Pokud se příjem zvýší o dalších 8 000 liber, pak se užitek zvýší znovu, ovšem velikost tohoto nárůstu bude menší než u prvních 8 000 liber, protože zboží a služby koupené za druhých 8 000 liber poskytují menší dodatečné uspokojení. Pokud proces postupného navyšování takto pokračuje, pak ve chvíli, kdy má jednotlivec příjem, řekněme, 150 000 liber, je užitek plynoucí z dalších 8 000 liber velmi malý. Pro většinu lidí dodatečný užitek ze spotřeby klesá, tím jak spotřeba roste. Toto je koncept klesajícího mezního užitku.)

Co se týče užitku v rámci teorie rozhodování spotřebitele v podmínkách rizika, nelze říct, že by každý takový jednotlivec byl schopen přesně určit jeho výši, která mu z podstoupení dané rizikové situace plyne. Funkci užitku spotřebitel stanovit **neumí**, dokáže si ji však **odvodit**, a to na základě axiomů úplnosti srovnání, tranzitivity, nepřesycení a kontinuity. Pomocí těchto faktorů nejprve seřadí všechny výsledky podle preferencí, následně libovolně přiřadí hodnotu užitku pro nejvíce a nejméně preferovanou variantu a posléze vypočítá hodnoty pro zbývající střední výsledky (Hořejší, 2008).

Jelikož tedy z výše uvedeného vyplývá, že spotřebitel se za všech okolností snaží maximalizovat svůj očekávaný užitek, nikoliv výsledek, lze pomocí vztahu (1.3) zapsat, že

$$EU(X) = \sum_{i=1}^n U(X_i) \times \pi_i, \quad (1.3)$$

kde $EU(X)$ = hodnota očekávaného užítku,

$U(X_i)$ = užitek plynoucí z dané varianty,

π_i = pravděpodobnost, s níž daná varianta může nastat.

V případě vícero variant pak analogicky platí vztah (1.4), který říká, že

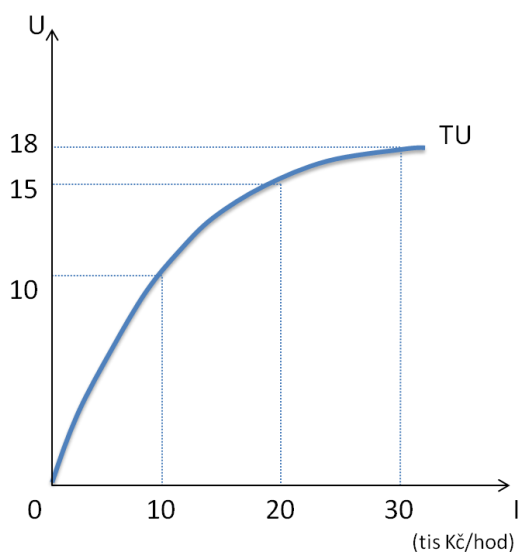
$$EU(X) = U(X_1) \times \pi_1 + U(X_2) \times \pi_2 + U(X_n) \times \pi_n, \quad (1.4)$$

přičemž i tentokrát musí být $\pi_1 + \pi_2 + \pi_n$ rovno 1.

To, jaký užitek spotřebiteli z dané varianty plyne, přitom závisí na jeho vztahu k riziku jako takovému. Ekonomové rozlišují mezi **třemi základními postoji**.

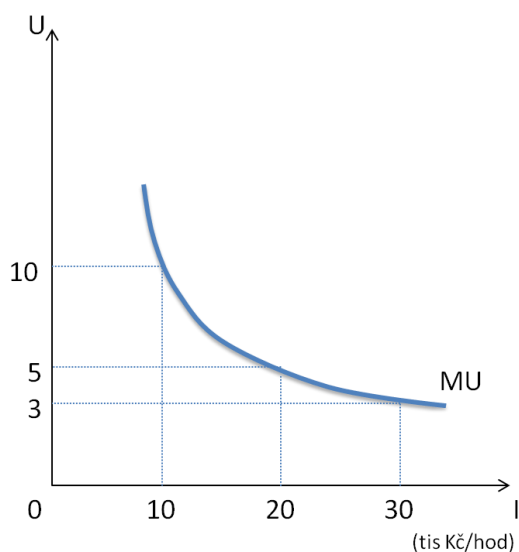
Většina lidí se k riziku staví odmítavě. Vidina dodatečného důchodu (příjmu), jež by mohli inkasovat v případě podstoupení určitého rizika, pro ně není tolik lákavá jako situace, v níž mají důchod jistý, zato menší. Aby tak učinili, musela by existovat opravdu velká pravděpodobnost úspěchu. Tento postoj je v ekonomické hantýrce označován jako **averze k riziku**.

V případě averzního spotřebitele sice platí, že čím vyšším důchodem disponuje, tím se jeho celkový užitek zvětšuje, toto zvětšování však má klesající tendenci. S rostoucím důchodem se mu totiž daří stále lépe své potřeby uspokojovat, a tudíž každý dodatečný příjem, který realizuje, pro něj již z hlediska užítku není tak atraktivní jako ten předchozí. Pokud by však o stejnou část svého důchodu přišel, utrpí tím daleko více. V takovém případě pak bude mít křivka znázorňující velikost jeho celkového užítku konkávní tvar, ačkoliv v celém svém průběhu bude pořád rostoucí. Jeho mezní užitek se bude naopak s rostoucím důchodem neustále snižovat.



Obr. 1.1: Averze k riziku - graf celkového užitku

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP.
Mikroekonomie, s. 124



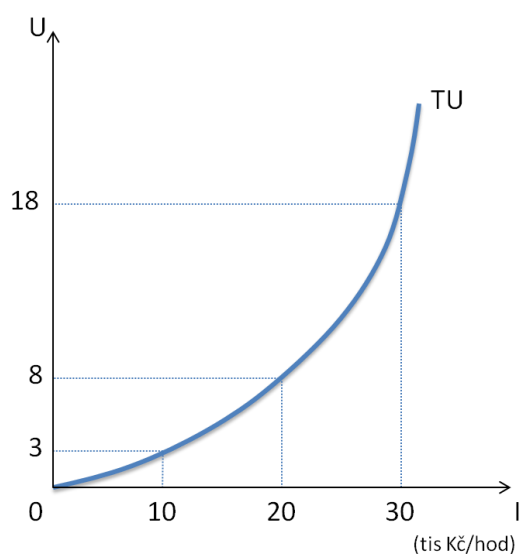
Obr. 1.2: Averze k riziku - graf mezního užitku

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP.
Mikroekonomie, s. 124

Na zcela opačném pólu pak stojí zástupy těch, kteří ve svém životě **riziko** přímo **vyhledávají**. Tato sorta lidí je v podstatě neuspokojitelná. S rostoucím důchodem chtějí stále víc a víc, a jsou kvůli tomu ochotni i patřičně riskovat. Neváhají proto vložit vlastní majetek všanc, aby své jmění případně ještě více rozšířili. K učinění tohoto kroku jim stačí

i velice malá pravděpodobnost úspěchu. A nevadí jim přitom, že o tuto ‚investovanou‘ část majetku, respektive důchodu mohou nakonec zcela přijít. Právě onen pocit z podstoupení rizika jim totiž dodává větší míru užitku. Typickým příkladem mohou být třeba hráči pokeru.

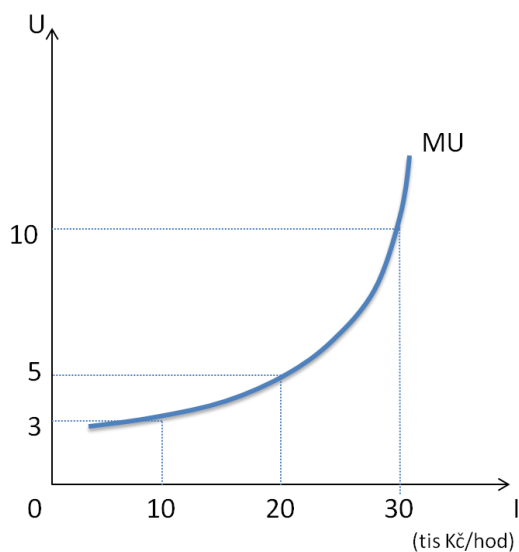
Na základě výše uvedeného pak tedy vyplývá, že v případě lidí vyhledávajících riziko bude křivka celkového užitku vždy rostoucí a zároveň konvexní. Co se týče vývoje užitku mezního, ten bude znázorněn rostoucí přímkou.



Obr. 1.3: Vyhledávání rizika - graf celkového užitku

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP.

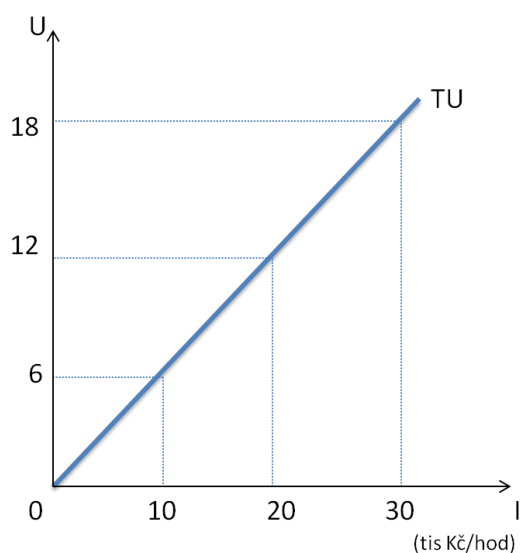
Mikroekonomie, s. 125



Obr. 1.4: Vyhledávání rizika - graf mezního užitku

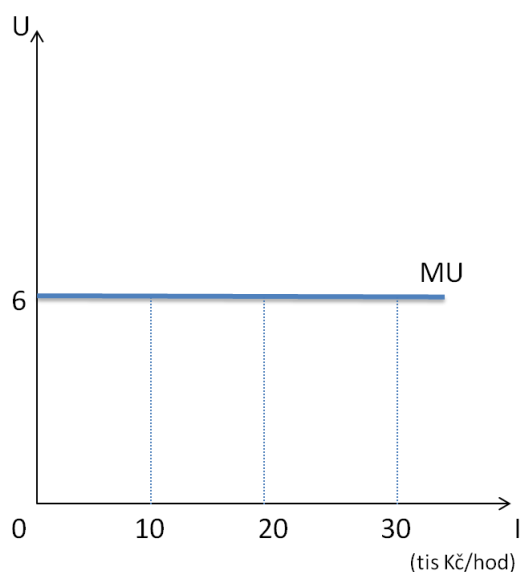
zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. Mikroekonomie, s. 125

Třetí skupinu pak představují lidé, kteří jsou **k riziku lhostejní**. Jsou indiferentní ohledně toho, jestli daný risk podstoupí, či nikoliv. Obě varianty pro ně představují stejnou míru užitku, a proto v jejich případě bude křivka celkového užitku rostoucí přímkou, zatímco mezní užitek bude znázorněn přímkou vodorovnou.



Obr. 1.5: Lhostejný vztah k riziku - graf celkového užitku

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. Mikroekonomie, s. 125



Obr. 1.6: Lhostejný vztah k riziku - graf mezního užítku

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. Mikroekonomie, s. 125

1.2 Druhy rizik v podnikání

V předcházejících částech bylo zmíněno, že ačkoliv problematika rozhodování v podmínkách rizika jako taková spadá pod teorii rozhodování spotřebitele, může být bez problémů aplikována i na situaci, kdy na místo jednotlivce má ono rozhodnutí učinit firma, respektive její vedení.

Rizik, kterým podnikatelské subjekty (firmy) při svých obchodních aktivitách musejí čelit, je celá řada. Podle Marvanové (1995) je na základě rozdílných přístupů lze rozdělit do několika kategorií – od **rizik tržních** přes **rizika inflační, kurzová, obchodně-politická, politická, komerční** až po **rizika související se samotným předmětem kontraktu**. První tři typy spojuje jeden společný faktor, a sice že se všechna týkají, respektive vyplývají z aktuální ekonomické situace na konkrétních trzích. Ta zbylá by se dala označit za jakési vnější činitele.

Úkolem managementu firmy je pak tato rizika včas rozpoznat a vhodně zareagovat. V závislosti na závažnosti daného rizika a pravděpodobnosti, s níž by ona nepříznivá situace mohla nastat, musejí manažeři vyhodnotit, zda jej podstoupí, zda se mu vyhnou či zda se ho pokusí eliminovat.

V případě **tržních rizik** lze hovořit o potenciálních problémech na straně odbytu, kdy se vyrobený produkt či služba zkrátka stanou neprodejnými, například v důsledku nízké poptávky. Může však nastat i zcela opačná situace, a sice když se kvůli nedostatečně velké nabídce podnikatelskému subjektu nepodaří sehnat výrobek, jenž je nedílnou součástí jeho výrobního procesu. V takovém případě se hovoří o riziku nákupním. Kromě dvou výše zmíněných pak do této podskupiny spadá rovněž riziko změny cenových relací.

S **inflačním rizikem** by podnikatelské subjekty měly kalkulovat především tehdy, sjednávají-li jednotlivé obchody s velkým časovým předstihem. Zvýší-li se totiž v dané zemi cenová hladina, pak již zakázky nebudou tak výnosné, jak se původně předpokládalo. Dojde-li naopak k deflaci, stane se obchod ziskovějším.

A obdobně je tomu i v případě **rizika kurzového**. Jak upozorňuje Černošková (2007), také zde může dojít k vývoji oběma směry, tedy pozitivnímu i negativnímu. V zásadě lze říci, že pokud se měnový kurz domácí měny znehodnotí, pak na této skutečnosti vydělají proexportně orientované firmy. Pokud nastane opak a měna domácí se ve srovnání s danou zahraniční měnou zhodnotí, dodatečné kurzové výnosy budou realizovat dovozci.

Obchodně-politická rizika představují vznik nejrůznějších překážek bránících či značně ztěžujících volný obchod mezi subjekty ze dvou různých zemí. Marvanová (1995) do této skupiny řadí například embargo, cla, vývozní či dovozní kvóty na jednotlivá zboží, odlišné předpisy, normy apod. Všechny tyto faktory pochopitelně firmám způsobují dodatečné náklady, které v konečném důsledku snižují ziskovost sjednaného obchodu.

Rizika čistě politická souvisejí s potenciálním nebezpečím v podobě politického převratu v zemi partnera, vypuknutí válečného konfliktu a jiných znepokojivých situací, jež mohou vést k částečnému či kompletnímu zpřetrhání obchodních vztahů.

Stane-li se, že kupující není s to uhradit včas své závazky, zboží nepřevezme či jej prodávající zkrátka nedodá v předem stanovené lhůtě, pak lze hovořit o **rizicích komerčních**. Těmto typům rizik se dá velmi účinně předcházet, například volbou spolehlivého obchodního partnera či vhodně nastavenými smluvními podmínkami.

Pod pojmem **rizika spojená s předmětem kontraktu** je možno si představit potenciální nebezpečí vyplývající z charakteru zboží jako takového – ať už co se týče kvality, provedení, technologie apod.

Výše uvedený výčet pochopitelně neobsahuje všechna možná rizika, kterým musí podnikatelské subjekt při realizaci své obchodní činnosti čelit, neboť těch může být zkrátka nespočet a vždy záleží na tom, z jakého úhlu pohledu je na ně nahlíženo. Z dalších, která v této kapitole nebyla doposud zmíněna, lze zařadit například **rizika přírodní** (přírodní katastrofy a havárie), **legislativní** (soulad produktu se zákonnými normami a technickými předpisy), **socio-kulturní** (kulturní odlišnosti mezi společnostmi a jejími obchodními partnery ze zahraničí), **investiční** (návratnost investic), **riziko ochrany životního prostředí** (udržitelný rozvoj, emise skleníkových plynů), **projektové** (technická i časová proveditelnost), **marketingové** (vyrábění žádoucího produktu a následný prodej za přijatelnou cenu při zohlednění minimálních požadovaných tržeb, respektive zisků) a mnohá další (Smejkal, 2013).

1.3 Možnosti eliminace rizika

Pro subjekty s averzí k riziku existuje hned několik možností, jak toto nebezpečí značně zredukovat. Jak připomíná Hořejší (2008), mají na výběr mezi **pojištěním, diverzifikací a získáním dodatečných informací**.

1.3.1 Pojištění

Ačkoliv první způsob představuje zároveň tu nejdražší možnou variantu, lidé s averzí k riziku si jej velmi oblíbili. Ve chvíli, kdy se pojistí, totiž mají jistotu, že ať už ona nepříznivá situace nakonec nastane, či nikoliv, vždy budou mít zajištěnou určitou, předem stanovenou výši příjmu. Co je však ještě důležitější, vzhledem k jejich negativnímu postoji k riziku jako takovému dosáhnou tímto pojištěním vždy vyššího užitku, než jaký by jim z nastalé situace plynul tehdy, pokud by se nepojistili.

Dilema, zda se pojistit, či nikoliv, přitom závisí na dvou klíčových faktorech, a sice na velikosti případné ztráty a pravděpodobnosti, s jakou tato ztráta může nastat, podotýká Hořejší (2008). Pojišťovat se vždy a všude by z ekonomického hlediska nebylo zřejmě příliš racionální, neboť náklady na tento způsob snižování rizika rozhodně nebývají malé.

Pokud se jedinec rozhodne nepojistit, lze výši jeho očekávaného bohatství vyjádřit pomocí rovnice (1.5) takto:

$$EW = W_1 \times \pi_1 + W_2 \times \pi_2, \quad (1.5)$$

kde EW = očekávané bohatství,

W = hodnota bohatství,

π = pravděpodobnost, s níž tato hodnota bohatství nastane.

V případě, že je nucen kalkulovat i s reálnou hrozbou potenciální ztráty, pak z výše uvedeného vznikne následující rovnice (1.6).

$$EW = (W - L) \times \pi + W \times (1 - \pi) = W - L \times \pi, \quad (1.6)$$

kde EW = očekávané bohatství,

W = hodnota bohatství,

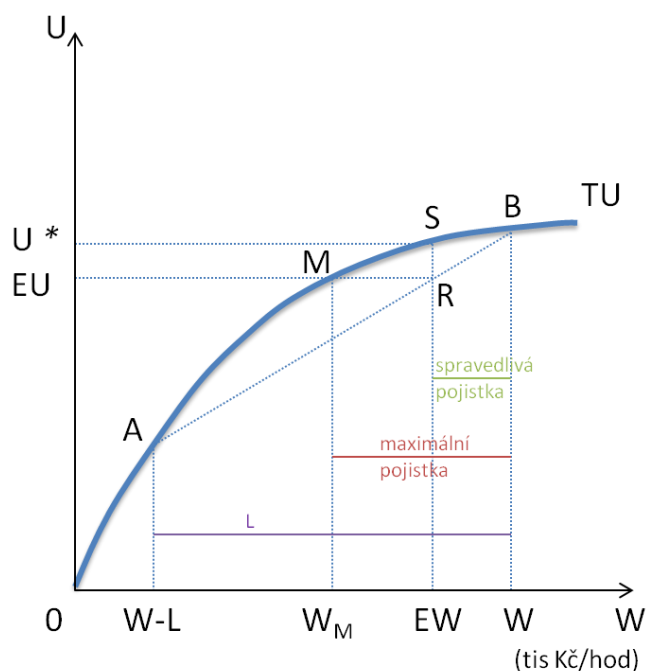
L = výše případné ztráty,

π = pravděpodobnost, s níž tato hodnota bohatství (ztráty) nastane.

Ve chvíli, kdy obě rovnice vykazují stejnou hodnotu, je výše bohatství pojištěného člověka (EW) stejně velká jako v situaci, pokud by pojištěn nebyl. A proto nabídne-li mu některá z pojišťoven pojištění, za které by musel zaplatit právě částku rovnající se výši očekávané ztráty ($L \times \pi$), pak lze hovořit o takzvané **spravedlivé pojistce** ($EW - W$).

Rozhodne se tedy člověk s averzí k riziku za daných podmínek pojistku uzavřít? Odpověď zní ano, neboť je znovu na tomto místě potřeba podotknout, že díky této jistotě dosáhne vyššího očekávaného užitku (U^*). Problémem nicméně je, že asi jen málokdy se člověku poštěstí, aby mu byla nabídnuta spravedlivá pojistka. Pojišťovny si za zabezpečení se proti riziku účtují v zásadě více, než kolik činí spotřebitelova očekávaná ztráta - už jen proto, že na uzavřeném obchodě musí pochopitelně také nějakým způsobem profitovat. Otázkou tedy zůstává, do jaké výše bude člověk s averzí k riziku ochoten danou pojistku platit.

Řešení je nicméně vskutku prosté: maximální pojistka ($W_M - W$) je taková, při které dosáhne spotřebitel stejného očekávaného užitku (EU) spojeného s jistotou jako ve chvíli, kdy by se rozhodl zariskovat a žádné pojištění si nezřizovat (R). Celá tato situace je pro lepší názornost zachycena na následujícím grafu.



Obr. 1.7: Pojištění – spravedlivá a maximální pojistka

zdroj: HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. Mikroekonomie, s. 138

Co se týče pojištění vůči kurzovému riziku, zde mají ekonomické subjekty na výběr z poměrně široké nabídky možností, a to jak v rámci takzvaných **externích metod**, tak i **metod interních**. Konkrétně se pak jedná tyto nástroje: **forward, futures, swap, opci** a **uzavření devizové pozice pomocí služeb finančního trhu**. Vzhledem ke komplexnosti problematiky týkající se pojištění proti riziku výkyvu měnového kurzu jsou jeho jednotlivé formy zevrubně popsány v dalších částech této diplomové práce.

1.3.2 Diverzifikace

Druhým způsobem, jak poměrně efektivně zredukovat riziko, je diverzifikace. Pod tímto cizím pojmem si z ekonomického hlediska lze představit **rozložení** vlastních obchodních aktivit do co **nejširšího spektra oblastí**. Hořejší (2008) uvádí, že v zásadě jde o to, aby se podnikatelský subjekt nespolehal pouze na jeden potenciální zdroj příjmů, nýbrž aby jich měl hned několik najednou. Firma či podnikatel (ale také běžný spotřebitel) musejí vzít v potaz, že pokud by o tento jediný zdroj z nejrůznějších důvodů přišli, pak by pro ně nastala situace mohla mít nedozírné následky. Pokud však své produkty, aktiva nebo činnosti rozdělí do několika oblastí, ono riziko tím výrazně sníží. Šance, že by přišli

o všechny zdroje příjmů najednou je totiž podstatně menší, než když takřkajíc vsadí vše na jednu kartu. Zlaté pravidlo diverzifikace tedy zní: čím širším portfoliem daný subjekt disponuje, tím menší mu hrozí nebezpečí případného neúspěchu.

Diverzifikovat kurzové riziko lze nejlépe pomocí **změny struktury aktiv a pasiv společnosti, přirozeného hedgingu, měnové diverzifikace, úpravy kupní smlouvy, nettingu** či **časování plateb**. Také tyto nástroje jsou pochopitelně na následujících stránkách detailněji rozebrány.

1.3.3 Získání dodatečných informací

S nástupem informačního věku, rozvojem počítačové technologie a zavedením internetu je na získání informací kladen stále větší a větší důraz. Informace se staly jedním z nejcennějších aktiv každého spotřebitele, podnikatele i firmy. Čím lépe je daný subjekt informován, tím kvalitnější rozhodnutí může činit, respektive tím lépe se mu daří dané riziko redukovat - pokud se výše zmíněné převede do kontextu této diplomové práce.

Co se týče zdrojů, odkud tyto dodatečné informace čerpat, mohou být rozličné. Potřebné informace lze získat z internetu, specializované literatury, výzkumem, na základě zkušeností jiných osob atp. Některé lze získat zcela zdarma, za obdržení jiných je naopak potřeba zaplatit. Nastane-li druhá varianta, pak si musí daný subjekt spočítat, zda náklady na získání potřebné informace nepřeváží potenciální zisk z realizované činnosti, neboť pokud by se tak stalo, nezachoval by se z ekonomického hlediska příliš racionálně (Hořejší, 2008). K učinění správného rozhodnutí je dále zapotřebí, aby informace byla relevantní, včasná, vhodně interpretovaná a především spolehlivá.

Ve spojitosti s kurzovým rizikem činí firmám a dalším podnikatelským subjektům největší starosti, co se informovanosti týče, zejména to, jak zajistit pokud možno co nejpřesnější odhad budoucího vývoje měnového kurzu. S čím větším časovým předstihem jsou jednotlivé zakázky sjednávány, tím je přirozeně těžší dělat jakékoliv predikce. Ve snaze získat spolehlivé informace, které následně usnadní manažerům jejich rozhodování o tom, zda a případně jak se vůči výkyvům kurzu zajistit, proto firmy spolupracují s finančními experty a analytiky a vyplácejí jim za jejich služby nemalé částky.

2 Teorie determinace měnového kurzu

Problematikou determinace měnového kurzu se makroekonomové zabývají již po několik století. Jednou z prvních teorií, která se tomuto tématu rozsáhleji věnovala a zároveň byla podrobena převážně kladné kritice, byla **teorie parity kupní síly**, s níž v devatenáctém století přišel Angličan David Ricardo (Mach, 2001). Jeho dílo se posléze stalo výchozím bodem pro řadu dalších ekonomů napříč celým světem, kteří v průběhu druhé poloviny století dvacátého postupně pomohli s úplným objasněním celé záležitosti.

2.1 Zákon jediné ceny

Teorie parity kupní síly vychází z předpokladu fungování takzvaného **zákona jediné ceny**. Mach (2001, s. 122) toto pravidlo definuje následovně: „*Zákon jediné ceny vyjadřuje skutečnost, že na dokonale konkurenčním trhu a při neexistenci dopravních nákladů a ostatních překážek mezinárodního obchodu (např. celních aj.) musí být identická zboží prodávána v různých zemích za stejnou cenu, jsou-li ceny těchto zboží vyjádřeny ve stejné měně.*“

To v praxi znamená, že výrobek koupený v zahraničí musí mít po přepočtení pomocí nominálního kurzu **stejnou hodnotu** jako tentýž produkt zakoupený na domácím trhu. Přičemž dojde-li z nějakého důvodu k výkyvu tohoto nominálního kurzu, v důsledku čehož se identické zboží v jedné zemi stane dražší či levnější než v zemi druhé, pak se díky fungování zákona neviditelné ruky trhu (poklesu poptávky po produktu v zemi, kde se produkt stal dražším, a naopak růstu poptávky v zemi, kde se stal levnějším) obě tyto ceny opět vyrovnají. Celou závislost je možné zapsat pomocí rovnice (2.1) tímto způsobem:

$$P_{\text{ČR}}^i = E_{\text{CZK/USD}} \times P_{\text{USA}}^i, \quad (2.1)$$

z čehož lze tedy, jak ukazuje vztah (2.2), následně vyvodit, že

$$E_{\text{CZK/USD}} = \frac{P_{\text{ČR}}^i}{P_{\text{USA}}^i}, \quad (2.2)$$

kde $E_{\text{CZK/USD}}$ = nominální měnový kurz,

$P_{\text{ČR}}^i$ = korunová cena itého zboží prodáváného v ČR,

P_{USA}^i = dolarová cena itého zboží prodáváného v USA.

Co se týče samotné teorie parity kupní síly, tu ekonomové rozdělili do dvou základních forem – **absolutní** a **relativní**.

2.2 Absolutní forma teorie parity kupní síly

Podle Macha (2001, s. 123) první verze této teorie „vyjadřuje fakt, že měnový kurz mezi měnami dvou zemí je determinován poměrem cenových úrovní těchto dvou zemí. To vše za striktního předpokladu, že neexistují dopravní náklady a jiné transakční náklady v mezinárodním obchodě, za předpokladu neexistence ostatních překážek mezinárodního obchodu (celních aj.), a při existenci dokonale konkurenční (tržní) struktury.“

Jinými slovy, jsou-li tedy cenové hladiny v odlišných státech vyjádřené ve stejné měně, pak se na základě teorie parity kupní síly musejí tyto hladiny **rovnat**. V případě, že v důsledku růstu domácí cenové úrovně klesne kupní síla domácí měny, dojde poté i k jejímu proporcionalnímu znehodnocení na zahraničním měnovém trhu. A naopak, pokles domácí cenové úrovně vyvolá v případě domácí měny růst její kupní síly, což se odrazí v proporcionalním zhodnocení na zahraničních měnových trzích. Matematicky je možné výše zmíněné vyjádřit pomocí rovnice (2.3).

$$E_{CZK/USD} = \frac{P_{\check{C}R}}{P_{USA}}, \quad (2.3)$$

kde E_{CZK} = nominální měnový kurz,

$P_{\check{C}R}$ = korunová cena referenčního koše prodávaného v ČR,

P_{USA} = dolarová cena referenčního koše prodávaného v USA.

Jednoduchou úpravou pak vznikne rovnice (2.4).

$$P_{\check{C}R} = E_{CZK/USD} \times P_{USA}, \quad (2.4)$$

Jak je patrné, vnitřní kupní síla měny (reprezentovaná levou stranu rovnice) se při daném nominálním kurzu rovná její vnější kupní síle (ta se v rovnici nachází pro změnu na pravé straně).

V úvodu této části bylo zmíněno, že teorie parity kupní síly vychází jako taková ze zákona jediné ceny. Jak ale zdůrazňuje Mach (2001), tato skutečnost nemusí automaticky znamenat, že nominální kurz vypočtený na základě zákona jediné ceny bude vždy stejný

jako ten, k němuž se došlo pomocí rovnice vycházející z teorie parity kupní síly. Oba výpočty by se rovnaly pouze v případě, pokud by zákon platil současně pro všechny druhy zboží obsažené ve spotřebním koši, jenž se používá k určení cenové hladiny v daném státu, přičemž tyto spotřební koše by v různých státech musely být navíc zcela identické.

Avšak i tento argument si postupem času našel své odpůrce. Ti se naopak domnívají, že oba kurzy by se od sebe příliš nelišily ani tehdy, neplatil-li by zákon jediné ceny pro všechny druhy zboží najednou. Své tvrzení se snaží doložit tezí, podle níž nakonec stejně v důsledku působení tržních sil vyrovnávajících převis poptávky, respektive nabídky na jedné či druhé straně dojde k vyrovnání kupní síly jednotlivých měn uvnitř všech zemí. V praxi tedy podle nich lze konstatovat, že, měnové kurzy stanovené pomocí zákona jediné ceny nemohou být nikdy, co se dlouhého období týče, příliš vzdáleny hodnotám stanoveným teorií parity kupní síly.

2.3 Relativní forma teorie parity kupní síly

Druhá verze teorie parity kupní síly se na problematiku determinace měnového kurzu dívá z lehce odlišného úhlu pohledu. Podle Machovy interpretace (2001, s. 124) se v případě relativní formy parity kupní síly „*procentní změna měnového kurzu mezi dvěma zeměmi (během daného období), tj. míra jeho změny, rovná rozdílu mezi procentními změnami národních cenových úrovní těchto dvou zemí*“.

Roste-li tudíž v ČR cenová hladina rychleji než v USA, pak **celkový rozdíl** mezi oběma úrovněmi cenových hladin **vyústí ve znehodnocení** koruny právě o tuto **hodnotu**. A naopak, roste-li cenová hladina v ČR pomaleji než v USA, poté se právě o tento rozdíl mezi oběma cenovými hladinami česká měna zhodnotí. Ve srovnání s absolutní formou teorie parity kupní síly tedy podle formy relativní není měnový kurz stanoven poměrem úrovní cenových hladin jako takových, nýbrž poměrem jejich změn v daném období. Matematicky se relativní forma teorie kupní síly dá vyjádřit rovnicemi (2.5), (2.6), respektive (2.7) následovně:

jestliže

$$\frac{P_{\check{C}R(t)} - P_{\check{C}R(t-1)}}{P_{\check{C}R(t-1)}} = \pi_{\check{C}R(t)}, \quad (2.5)$$

a současně

$$\frac{P_{USA(t)} - P_{USA(t-1)}}{P_{USA(t-1)}} = \pi_{USA(t)}, \quad (2.6)$$

pak

$$\frac{E_{CZK/USD(t)} - E_{CZK/USD(t-1)}}{E_{CZK/USD(t-1)}} = \pi_{\check{C}R(t)} - \pi_{USA(t)}, \quad (2.7)$$

kde $P_{\check{C}R(t)}$ = úroveň cenové hladiny v ČR v období t ,

$P_{\check{C}R(t-1)}$ = úroveň cenové hladiny v ČR v období $t - 1$,

$P_{USA(t)}$ = úroveň cenové hladiny v USA v období t ,

$P_{USA(t-1)}$ = úroveň cenové hladiny v USA v období $t - 1$,

$\pi_{\check{C}R(t)}$ = změna úrovně cenové hladiny v ČR,

$\pi_{USA(t)}$ = změna úrovně cenové hladiny v USA,

$E_{CZK/USD(t)}$ = hodnota nominálního kurzu v období t ,

$E_{CZK/USA(t-1)}$ = hodnota nominálního kurzu v období $t - 1$.

Přestože zákon jediné ceny a teorie parity kupní síly celkem výstižně popisují, jakým způsobem dochází k determinaci nominálního měnového kurzu, bylo by velice krátkozraké tvrdit, že je možné se jimi řídit vždy a za všech okolností. Obě tyto teze totiž uvádějí, jak by věci fungovaly v podmínkách dokonale konkurenčního trhu. Ovšem najít něco podobného v reálném světě je v podstatě téměř nemožné. V reálném světě existuje celá řada faktorů, které zapříčiňují odchylky mezi skutečnou hodnotou měnového kurzu a hodnotou vypočtenou těmito dvěma způsoby.

Jedná se především o nejrůznější **dopravní a transakční náklady**, jež zdražují konečnou cenu produktu, **bariéry v mezinárodním obchodě** (cla apod.), **neobchodovatelné zboží a služby**, které jsou zahrnuté ve spotřebitelských koších jednotlivých zemí, **odlišné ceny produktů v důsledku monopolizace** na daných trzích, realizaci **fiskální a monetární politiky** prováděné vládami a národními bankami jednotlivých států atd. Všechny tyto aspekty přímo ovlivňují výši nominálního měnového kurzu a zapříčiňují vznik nesrovnalostí mezi teorií a realitou.

2.4 Reálný měnový kurz

Doposud byla ve spojitosti s determinací měnového kurzu řeč pouze o kurzu nominálním, nyní je proto načase věnovat pozornost také měnovému kurzu reálnému. Jak na základě rovnice (2.8)

$$R_{CZK/USD} = E_{CZK/USD} \times \frac{P_{USA}}{P_{\check{C}R}}, \quad (2.8)$$

přičemž $R_{CZK/USD}$ = reálný měnový kurz,

$E_{CZK/USD}$ = nominální měnový kurz,

P_{USA} = úroveň cenové hladiny v USA,

$P_{\check{C}R}$ = úroveň cenové hladiny v ČR,

uvádí Mach (2001, s. 126), reálný měnový kurz „vyjadřuje konkurenceschopnost v mezinárodním obchodě a ovlivňuje úroveň rovnovážné produkce v otevřené ekonomice“.

Pomocí hodnoty reálného kurzu tedy lze stanovit, **kolik množství zboží** jde v zahraničí (USA) koupit za **jednotku domácí měny** (korun) ve srovnání s tím, **kolik množství** lze za **stejnou částku** pořídit doma (ČR). Jinými slovy, udává, jakou část daného spotřebního koše lze v cizí zemi pořídit za jeden spotřební koš domácí.

Z pohledu absolutní formy teorie parity kupní síly by rovnováha nastala ve chvíli, kdy by se $R = 1$. Takováto situace by totiž znamenala, že typický spotřební koš dané zahraniční země lze zakoupit za tutéž hodnotu, za kterou je možné pořídit spotřební koš doma. Dojde-li například v důsledku zvýšení nominálního kurzu ke znehodnocení kurzu reálného, zatímco ceny jako takové se v ani jedné ze zemí nezmění, pak klesne vnější kupní síla domácí měny (koruny), díky čemuž se zahraniční spotřební koš stane pro obyvatele ČR „dražší“. Na zakoupení 1 spotřebního koše v USA by tudíž nyní museli „vynaložit“ nikoliv 1, nýbrž třeba 1,1 spotřebního koše domácího (pochopitelně v závislosti na míře znehodnocení domácí měny). A naopak, snížení nominálního kurzu vyvolá (opět za nezměněných cen v obou zemích) zhodnocení reálného kurzu, vnější kupní síla domácí měny tak vrostе a za 1 domácí spotřební koš půjde „nakoupit“ například 1,3 spotřebního koše zahraničního.

Co se týče relativní formy teorie parity kupní síly, pak má-li platit tato teze, reálný kurz bude vždy stejný, a sice roven 0. Z předcházející rovnice totiž vyplývá, že nemění-li se úrovně cenových hladin v obou zemích stejně, pak se právě o tento rozdíl znehodnotí, respektive zhodnotí nominální kurz dané měny. Na kurz reálný nicméně tato změna cenových hladin nemá v konečném důsledku žádný vliv.

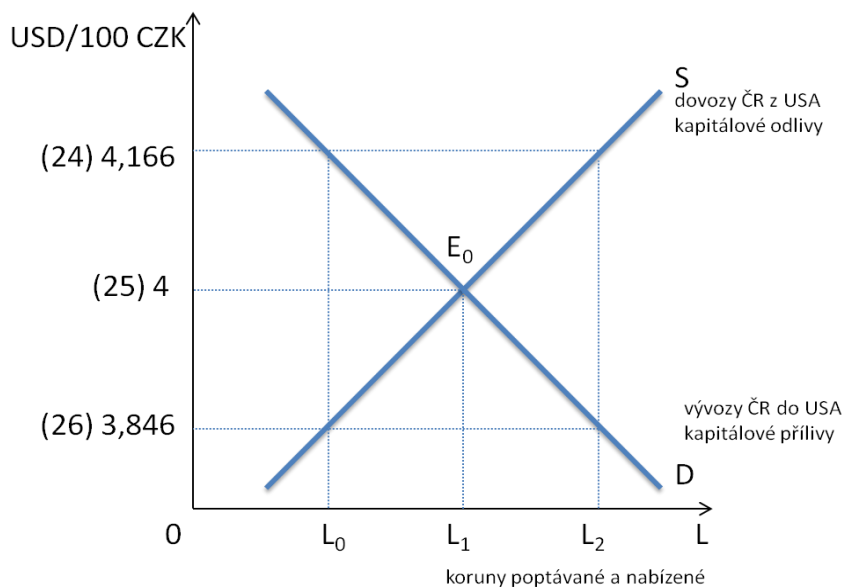
2.5 Měnový kurz ve vztahu k české koruně

Česká republika **disponuje od října 1997 plně konvertibilní měnou**, tzn. takovou, již je možné libovolně směnit za měnu jiného státu. Její kurz je sice určován tržně, tedy střetem nabídky s poptávkou, o zcela čistý floating se nicméně nejedná, neboť Česká národní banka kurz koruny monitoruje a v poslední době provádí poměrně časté intervence ve snaze zabránit jeho zhodnocování (ČNB, nedatováno).

2.6 Determinace měnového kurzu v dlouhém období

Poptávka po měně domácí země (v tomto případě korunách) a její nabídka se skládají ze dvou konkrétních složek. **Poptávka je tvořena vývozy zboží a služeb domácích firem a kapitálovými příjmy ze zahraničí.** Firmy, které vyvázejí svoji produkci do zahraničí, ji oceňují v domácí měně, a tak chtějí-li zahraniční podnikatelské subjekty tyto produkty zakoupit, musejí na devizovém trhu poplat koruny a následně do nich své vyčleněné finanční prostředky směnit. Dalšími subjekty poptávajícími české koruny budou zahraniční investoři. Také v jejich případě totiž platí, že ještě před tím, než z jejich strany k nějaké investici vůbec dojde, musejí směnit své finance do domácí měny daného státu.

Pokud jde o nabídku domácí měny (korun), tu naopak na straně jedné tvoří dovozy zboží a služeb, na straně druhé kapitálové odlivy. Analogicky lze proto napsat, že importující firmy, jež do ČR dovážejí zahraniční produkci, zvyšují nabídku korun, neboť je na devizových trzích směňují za cizí měnu. A stejně tak i domácí investoři nabízejí měnu domácího státu, chtějí-li za hranicemi České republiky investovat do nejrůznějších podnikatelských projektů (Mach, 2001).



Obr. 2.1: Křivka poptávky a nabídky korun v dlouhém období

zdroj: Mach, Miloš. Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium, s. 129

Jak je patrné z grafu výše, v dlouhém období mají křivky poptávky a nabídky standardní tvar a průběh. Jedno specifikum by se zde nicméně přeci jen našlo. Měnový kurz totiž není na grafu vyjádřen tak, jak tomu bývá například na kurzovém lístku v bance (počet Kč na 1 USD), nýbrž jako počet USD na 100 Kč. Poptávka po korunách bude tím vyšší, čím vyšší bude korunová cena jednoho dolaru. Jinými slovy, čím více českých korun si budou moci americké subjekty za 1 dolar koupit, tím větší bude poptávka. Pokud se tedy nominální kurz znehodnotí například ze 4,166 USD/100 Kč (24 Kč/USD) na 3,846 USD/100 Kč (26 Kč/USD), poptávané množství vzroste z L_1 na L_2 , a naopak. To samé se analogicky dá pochopitelně říct také o nabídce domácí měny. Čím nižší bude kurz koruny ve vztahu k americkému dolaru, tím vyšší bude její nabídka. Řečeno jinak, čím levnější budou pro české subjekty americké dolary, tím více jich budou nakupovat a tím více českých korun budou na devizových trzích nabízet. Při zhodnocení domácí měny z 3,846 USD/100 Kč (26 Kč/USD) na 4,166 USD/100 Kč (24 Kč/USD) tedy nabídka vzroste z L_1 na L_2 , a opačně. Rovnovážná hodnota nominálního měnového kurzu pak logicky nastane v místě, kde se poptávka a nabídka střetávají (bod E_0 při množství L_0).

3 Způsoby zabezpečení se proti kurzovému riziku

V předcházející části této diplomové práce byla zevrubně popsána problematika měnového kurzu jako takového a obchodního rizika s ním spojeného. Nyní je proto načase nalézt odpovědi na dvě naprosto stěžejní otázky, které s tímto tématem bezprostředně souvisejí – a sice kdy a jak je vhodné se vůči výkyvům měnového kurzu bránit. Ještě předtím je však potřeba objasnit, do jakých situací se typická firma spolupracující se zahraničními partnery může vlastně při svých obchodních aktivitách dostat.

3.1 Otevřená devizová pozice

Mít všechny pohledávky a závazky splacené souběžně s vyexpedováním vlastních výrobků, respektive přijetím dodaných materiálů na sklad by bylo z mnoha důvodů nepraktické, a v podstatě i neproveditelné. Jak poukazuje Černošková (2007), téměř každá zahraničně orientovaná firma se proto v rámci svých obchodních aktivit ocitá v takzvané **otevřené devizové pozici**, která de facto znamená, že ne všechny její pohledávky či závazky ve vztahu k partnerům z jiných zemí **byly doposud vypořádány**.

Otevřená devizová pozice může mít dvě podoby, a sice **dlouhou a krátkou**. Do prvně jmenované se společnost dostane tehdy, **převyšuje-li** hodnota jejích aktiv (pohledávek) v cizí měně hodnotu pasiv (závazků). Běžně se v ní ocitají zejména exportéři, neboť právě ti mají ze své povahy v zahraničí daleko více nesplacených pohledávek než závazků. V takovéto pozici představuje pro vývozce kurz měny bezprostřední riziko tehdy, má-li domácí měna tendenci posilovat. V praxi to totiž znamená, že ačkoliv zahraniční partner zaplatí za dodané výrobky v cizí měně (např. v eurech) - pochopitelně za předpokladu, že právě v cizí měně mají být tyto výrobky uhrazeny - stále stejnou částku, po přepočtu na měnu domácí (koruny) bude daná firma reálně inkasovat méně, než kdyby k žádnému posílení nedošlo.

Krátká devizová pozice je pak analogickým opakem výše zmíněného. Společnost – zpravidla importér – má v zahraničí daleko **více závazků** vůči svým dodavatelům, **než kolik mu dluží** jeho odběratelé. Zde je každá takováto firma na vývoji měnového kurzu bita tehdy, dojde-li u domácí měny k jejímu oslabení. Měna zahraniční se tím pádem stane

„dražší“, kvůli čemuž se celý obchod prodraží (Polouček, 2006). Otázka, která je nasnadě, proto zní: jak se vůči tomuto nežádoucímu riziku bránit?

3.2 Střet zájmů

Bránit se mu pochopitelně lze, a to hned několika způsoby, které budou zevrubně popsány níže. Realita je nicméně taková, že ne všechny ekonomické subjekty tak nakonec budou chtít učinit. Takové rozhodnutí totiž záleží na **třech základních faktorech**. Jsou jimi **očekávání managementu firmy ohledně budoucího vývoje měnového kurzu, náklady spojené s jeho případným zajištěním**, a konečně, nikoliv však v poslední řadě, rovněž samotný **vztah příslušných osob k riziku** jako takovému.

Jak ovšem podotýká Černošková (2007), v případě posledního bodu dochází v pracovním prostředí k poměrně zajímavému střetu zájmů mezi dvěma hlavními zainteresovanými stranami – **managementem společnosti a jejími majiteli**. Majitelé totiž oplývají možností diverzifikovat riziko spojené s výkyvem měnového kurzu v případě dané firmy jednoduše tak, že nakoupí akcie/podíl i v jiné společnosti, a třeba právě takové, která je obchodním partnerem společnosti první. Tím by se stali majiteli podniků jak v dlouhé, tak krátké devizové pozici, čímž by bylo z jejich pohledu kurzové riziko dokonale eliminováno.

Daleko více averzní jsou vůči tomuto typu rizika samotní manažeři. Příčina této skutečnosti leží v účetnictví, neboť případné kurzové ztráty jsou ve firemních výkazech daleko zřetelnější než náklady spjaté se zajištěním proti pohybu kurzu. Tyto náklady navíc velice často představují pro majitelé společností poměrně ostrý trn v oku, a tak se jim management snaží pomocí vhodného typu zajištění předcházet.

3.3 Možnosti zabezpečení

Zajistit otevřenou devizovou pozici lze v zásadě hned několika rozličnými způsoby, ty pak vycházejí ze dvou základních metod – **interní a externí** (tamtéž).

3.3.1 Interní metody

Do této skupiny možností redukce, respektive eliminace kurzového rizika patří takzvaný přirozený hedging, časování plateb, změna struktury aktiv a pasiv společnosti, měnová diverzifikace, netting či vhodná úprava kupních smluv.

Termín **přirozený hedging** zní poněkud hrozivě, ve skutečnosti se však jedná o zcela triviální záležitost, kdy firemní obchodní aktivity v zahraničí automaticky generují uzavřené devizové pozice. K takovému stavu dochází tehdy, rovná-li se hodnota aktiv společnost v jedné konkrétní cizí měně, například eurech, hodnotě jejích ‚eurových‘ pasiv.

Nacházet se v uzavřené devizové pozici je v dnešním světě pro každou byť jen středně velkou firmu dosti komplikované, neboť ta může ve stejný okamžik obchodovat hned s několika svými partnery najednou. Dosáhnout takového stavu se proto podaří jen ve výjimečných případech. To nicméně neznamená, že by tento nástroj byl zcela neefektivní. Černohlávková (2007) upozorňuje na skutečnost, že je-li totiž převážná část závazků společnosti kryta pohledávkami se stejnou či alespoň podobnou dobou splatností, k eliminaci kurzového rizika pomocí přirozeného hedgingu, byť ne úplné, dojde automaticky a nebezpečí ztrátovosti sjednaných obchodů je do značné míry zažehnáno

Další využívanou interní metodou bývá **časování plateb**. Její smysl spočívá v přizpůsobování termínu uskutečnění platby za dodané zboží či inkasa v případě vyexportovaných výrobků v cizí měně v závislosti na odhadovaném budoucím vývoji měnového kurzu (tamtéž).

Firma může například urychlit platbu svému dodavateli, mají-li její manažeři důvod se domnívat, že ještě před termínem splatnosti domácí měna vůči měně zahraniční oslabí. V takovém případě by se společnosti daný obchod prodražil, což by bylo zcela nežádoucí. Na druhou stranu může stejná společnost požadovat od svého zahraničního odběratele, aby jí za dodané výrobky zaplatil ihned, a nečekal s platbou až na nejzazší možný termín, jestliže se v blízké budoucnosti obává skutečnosti, že domácí měna posílí. Reálně by totiž firma za vyvezené výrobky inkasovala méně peněz a daná zakázka by nakonec nemusela vůbec být zisková. Donutit odběratele splatit své závazky vůči společnosti dřív, než bylo původně stanoveno, však pochopitelně nelze, firma jej k takovému kroku musí náležitě

motivovat, například poskytnutím slevy (skonta). Ve chvíli, kdy dochází k uspišení plateb v zahraničním platebním styku, se hovoří o takzvané leadingové strategii.

Při laggingu se firma naopak snaží platby a inkasa co nejvíce oddálit. V případě plateb proto, jelikož její manažeři na základě dostupných informací očekávají, že domácí měna posílí, díky čemuž se firemní závazky hrazené v měně zahraniční stanou levnější. U pohledávek pak analogicky činí tehdy, má-li dojít k oslabení domácí měny, což bude mít za následek dodatečný kurzový zisk v rámci sjednané zakázky (Durčáková, 2007).

Snaha spekulovat ohledně vývoje měnového kurzu s vidinou realizace dodatečného zisku by však nikdy neměla vyústit v přehnaně dlouhé oddalování splatnosti pohledávky od dodavatele. Nikde totiž není psáno, že se tento obchodní partner nemůže dostat do finanční tísně, která přeroste v neschopnost splácet své závazky, což by následně vyústilo v situaci, kdy daná zakázka zkrátka a jednoduše již nikdy nebude plně uhrazena. Finanční poradci v takovýchto případech proto firmám doporučují inkasovat zmíněnou úhradu (v cizí měně) za vlastní výrobky a zboží včas, peníze posléze uložit na devizový účet a na domácí měnu je proměnit až tehdy, uznají-li to manažeři s ohledem na vývoj měnového kurzu za vhodné.

Změnou struktury aktiv a pasiv se rozumí realizace zahraničních obchodních činností firmy s partnery z těch zemí, kde je společnost již aktivní. Pokud podle Černoškové (2007) například firma vyváží svoji produkci do konkrétního státu, bylo by pro ni - čistě z pohledu eliminace kurzového rizika - dobré, kdyby si v této zemi našla rovněž dodavatele materiálu. Obě její obchodní aktivity by tím pádem byly sjednány ve stejných měnách, čímž by došlo de facto k přirozenému hedgingu, a riziko ztráty způsobené výkyvem měnového kurzu by bylo opět do značné míry eliminováno.

Znovu je však potřeba zdůraznit, že každý podnik by měl vždy sledovat zejména svůj primární cíl, kterým je maximalizace zisku jako takového. A proto pokud se společnosti nabízí jiná, výhodnější varianta - například v podobě domácího dodavatele, jenž je schopen zajistit přívětivější ceny – měla by v takovém případě snaha o zredukování kurzového rizika ustoupit do ústraní.

Dalším nástrojem používaným v zahraničním obchodě může být **měnová diverzifikace**. Jak už sám název napovídá, jedná se v podstatě o to, aby společnost co možná nejvíce rozložila své obchodní aktivity mezi partnery z nejrůznějších zemí používajících odlišné

měny. I takto lze kurzové riziko redukovat, neboť zpravidla vždy se najdou takové měny, jejichž pozitivní vývoj kurzu ve vztahu k domácí měně dokáže vykompenzovat ztráty plynoucí z nepříznivého vývoje kurzu měny jiné. Tuto metodu používají zejména velké podniky a korporace, které obchodují s partnery z celého světa, u malých či středně velkých podniků k měnové diverzifikaci pochopitelně již tak často nedochází (Černošlávková, 2007).

A nejinak je to tomu i v případě takzvaného **nettingu**, neboli vzájemného zúčtování závazků a pohledávek. Jak připomíná Durčáková (2007), také tato metoda se využívá především v rámci velkých nadnárodních podniků. Ke vzájemnému zúčtování závazků a pohledávek může docházet buď jen mezi dvěma společnostmi (například mateřské a dceřině), nebo i mezi vícero majetkově propojenými společnostmi najednou. Snahou zainteresovaných podnikatelských subjektů je v takovém případě jednak snížení kurzového rizika, ale zároveň a především redukce transakčních nákladů s konverzí cizích měn za domácí spojených. Celý proces je přitom ve skutečnosti relativně jednoduchý. Zúčtovací středisko převede všechny nesplacené částky na vybranou měnu a provede výpočet čistých závazků, respektive pohledávek té které firmy. Následně dojde mezi těmito jednotlivými firmami skrze zúčtovací středisko k vyrovnání, či snad lépe řečeno uzavření jejich devizových pozic (Černošlávková, 2007).

Na závěr, nikoliv však v poslední řadě mají firmy v rámci interních metod řízení kurzového rizika možnost vhodně **upravit kupní smlouvy** se svými obchodními partnery tak, aby zohledňovaly případné výkyvy měnového kurzu. To v praxi funguje například sjednáním smluvních klauzulí, podle nichž dojde v den splatnosti pohledávky k procentuálnímu zdražení zakázky, pokud se měna ve státu dodavatele znehodnotí o konkrétní, předem stanovenou úroveň. Tímto způsobem firma přesune kurzové riziko na svého obchodního partnera (Černošlávková, 2007). Nutno však podotknout, že vzhledem k provázanosti jednotlivých trhů a existenci tvrdé konkurence již nemůže být tento nástroj tak hojně využíván jako v minulosti.

3.3.2 Externí metody

Ačkoliv všechny výše uvedené nástroje představují pro firmy obchodující v zahraničí poměrně slušnou formu zajištění se proti kurzovému riziku, existuje i řada dalších způsobů, jak této hrozbě předcházet. Alternativu nabízejí takzvané finanční deriváty,

k jejichž rozvoji došlo v sedmdesátých letech minulého století a které již spadají do druhé z dříve zmíněných metod zabezpečení, metod externích.

Finanční deriváty jsou jinými slovy instrumenty odvozené, či snad přesněji řečeno derivované od konkrétních podkladových aktiv, podle nichž se také dělí do jednotlivých kategorií. Existují deriváty úrokové, úvěrové, akciové, komoditní a měnové. Všechny tyto druhy mají nicméně pár společných znaků. Tak zaprvé se vždy jedná o termínované kontrakty (k jejich vypořádání dojde za déle než dva obchodní dny), na jejichž základě vznikne kupujícímu, respektive prodávajícímu nárok či povinnost dané aktivum koupit, respektive prodat, a to k domluvenému datu v budoucnosti za předem stanovených podmínek. Zadruhé – jak již bylo řečeno – jsou derivovány od podkladového aktiva, z jehož tržní hodnoty se pochopitelně odvíjí i cena daného finančního instrumentu. A zatřetí, jak zdůrazňuje Černohlávková (2007), sjednání takového termínového kontraktu není pro firmu v porovnání s cenou příslušného podkladového aktiva až tak finančně náročné.

Finanční deriváty lze dále členit podle toho, zda se jedná o pevné či podmíněné termínované operace. Mezi pevné se řadí forwardy, futures a swapy, přičemž v rámci všech těchto nástrojů platí pro obě smluvní strany povinnost sjednaný kontrakt skutečně naplnit. U opcí, které spadají do druhé kategorie, má jedna ze stran vždy navrch v tom smyslu, že namísto povinnosti oplývá ‚pouze‘ právem daný obchod zrealizovat (Polouček, 2006). To v praxi znamená, že pokud nedojde k takovému vývoji ceny podkladového aktiva (v kontextu této práce měnového kurzu), jaký by si firma přála, nemusí sjednanou opci nakonec vůbec využít. Druhá strana nicméně takovouto výhodu nemá, a tudíž pokud se protistrana rozhodne dané opční právo uplatit, musí se podle toho chtít nechtít zařídit.

V neposlední řadě se finanční deriváty rozlišují v závislosti na místě, kde se s nimi reálně obchoduje. Může se tak dít na organizovaných či neorganizovaných trzích. První pojem představuje běžné burzy, značně regulované a standardizované ze stran příslušných autorit. Pod neorganizovanými trhy se skrývají takzvané OTC (Over-The-Counter), na nichž během obchodování panují daleko liberálnější podmínky.

Z výše uvedeného textu je tedy patrné, že trhy s finančními deriváty nabízejí vskutku velice rozmanitou škálu možností, jak se proti kurzovým výkyvům pojistit. Každá rizikově

averzní společnost si proto může v závislosti na konkrétním typu obchodu zvolit právě takový nástroj, který pro ni představuje tu nejlepší možnou variantu. Nyní je však již na čase si jednotlivé deriváty představit o něco detailněji.

Jedním z nejčastěji využívaných měnových derivátů na poli mezinárodního obchodu bývá **forward**. Forward jako takový může mít obecně vzato hned trojí podobu, a sice právě buď jako nástroj sloužící k zajištění se proti kurzovému riziku, jako jistá forma spekulace nebo jako nástroj sloužící ke zhodnocení časově citlivého podkladového aktiva. Vzhledem ke skutečnosti, že tato diplomová práce má pojednávat o kurzovém riziku, bude na následujících řádcích věnována pozornost především prvnímu typu forwardového kontraktu.

Jak objasňuje Černošková (2007), princip forwardu coby finančního, respektive měnového derivátu je poměrně jednoduchý – jeho prostřednictvím dojde na určitý čas k zafixování kurzu dané měny, tudíž smluvený obchod, k němuž má v budoucnosti mezi dvěma zahraničními firmami dojít, bude realizován za původní částku (po přepočtu na domácí měnu) odpovídající sjednanému kurzu forwardovému, nikoliv spotovému (aktuálnímu).

Nedílnou charakteristikou forwardového kontraktu je skutečnost, že se s ním obchoduje na mimoburzovních trzích (OTC), a není tudíž nikterak regulován, co se týče jeho množství a času (Durčáková, 2007). Navzdory tomuto faktu se však v praxi běžně dodržují jisté zvyklosti. Jedná se zejména o dobu jeho splatnosti, která bývá 3, 4, 5 a 6 dní, 1, 2 a 3 týdny nebo 1 až 12 měsíců. Najdou se nicméně i výjimky, a tak může nastat situace, kdy se forwardové kontrakty uzavírají na dobu 3, či dokonce až 5 let. Dalším územ bank, které v rámci měnových forwardů představují jednu ze zúčastněných stran, bývá požadavek na minimální hodnotu celé operace, ta je zpravidla stanovena na částku odpovídající v rozmezí 10 000 až 20 000 eur.

Na předcházejících řádcích byly zmíněny dva poměrně stěžejní odborné termíny, které je potřeba před dalším zkoumáním problematiky forwardů objasnit. Jedná se o konkrétně o spotový a forwardový kurz.

Mezi oběma typy kurzů panuje pochopitelně značný rozdíl, neboť zatímco spotový kurz značí aktuální cenu dané měny (např. eur) vyjádřené v jednotkách měny jiné (např.

korunách), forwardový kurz říká, za kolik bude možné danou měnu přeměnit na měnu jinou v budoucnosti, až nastane termín splatnosti forwardového kontraktu.

Z výše uvedeného tedy vyplývá, že zatímco spotový kurz se mění v závislosti na aktuálním vývoji nabídky a poptávky po dané konkrétní měně ze dne na den, kurz forwardový zůstává po celou dobu kontaktu neměnný. Jak se však onen forwardový kurz vlastně vypočítá?

Základním výchozím předpokladem pro stanovení forwardového kurzu je splnění takzvané podmínky kryté parity úrokových sazeb, kterou lze odvodit pomocí okružní úvěrové arbitráže, připomíná Durčáková (2007). Jinými slovy, forwardový kurz musí dosahovat právě takové výše, aby k žádné okružní úvěrové arbitráži nemohlo docházet. Tato situace pak v praxi vypadá zhruba následovně: vypůjčí-li si podnikatelský subjekt v bance jistý obnos v domácí měně (korunách), který posléze smění pomocí spotového (aktuálního) kurzu do měny cizí (eur), uloží jej na bankovní účet v zahraničí, přičemž poté tuto částku (v eurech) smění prostřednictvím forwardového kurzu zpět do měny domácí (korun), nesmí na této transakci v rovnovážné situaci profitovat. To samé musí analogicky platit i tehdy, byl by celý arbitrážní proces proveden přesně opačně. Matematicky lze celou problematiku popsat pomocí rovnic (3.1) a (3.2)

$$\frac{KÚ}{E_t} \times (1 + i_{EUR}) \times FR_{t+1} - KÚ \times (1 + i_{CZK}) \leq 0, \quad (3.1)$$

a současně

$$EÚ \times E_t \times (1 + i_{CZK}) - EÚ \times (1 + i_{EUR}) \times FR_t \leq 0, \quad (3.2)$$

kde $KÚ$ = nominální hodnota úvěru v korunách,

$EÚ$ = nominální hodnota úvěru v eurech,

FR_{t+1} = forwardový kurz CZK/EUR s příslušnou splatností,

E_t = nominální kurz CZK/EUR v základním (výchozím) období,

i_{CZK} = domácí úroková sazba,

i_{EUR} = úroková sazba na eura.

Nelze-li tedy provádět výše uvedenou okružní úvěrovou arbitráž, pak rovněž platí podmínka kryté parity úrokových sazeb, která zase pro změnu říká, že vztah mezi

spotovým a forwardovým kurzem dané měny je přímo závislý na poměru domácích a zahraničních úrokových sazeb. Přičemž dojde-li na situaci, ve které jsou domácí úrokové sazby vyšší než sazby zahraniční, pak je forwardový kurz v přímé kotaci vyšší než kurz spotový (aktuální). To v praxi znamená, že při obchodování se zahraniční měnou vzniká podnikatelskému subjektu termínová prémie. A naopak, jsou-li domácí úrokové sazby nižší než sazby v zahraničí, bude rovněž i forwardový kurz v přímé kotaci nižší než kurz spotový. V takovém případě se pak zahraniční měna obchoduje s termínovaným diskontem. Matematický zápis lze odvodit prostřednictvím vztahu (3.3) následovně:

$$FR_{t+1} = E_t \times \frac{(1 + i_{CZK})}{(1 + i_{EUR})}, \quad (3.3)$$

Forwardový kurz tedy lze vypočítat jako součin kurzu spotového (aktuálního) s poměrem domácích a zahraničních úrokových sazeb.

V reálném světě může nicméně dojít, a pochopitelně také dochází, k tomu, že podmínka kryté parity úrokových sazeb zkrátka splněna není. Černohlávková (2007) nicméně zdůrazňuje, že v takovémto stavu se daný forwardový trh nachází vždy jen na velice krátkou, téměř až zanedbatelnou dobu, neboť se na něm záhy v rámci arbitrážních příležitostí spustí automaticky takové procesy, které celý trh vrátí urychleně do rovnováhy. A v té bude podmínka kryté parity úrokových sazeb již opět platit. Obecně vzato tak lze konstatovat, že forwardový kurz se bude vždy nacházet velice blízko své rovnovážné hodnotě.

Při obchodování na devizových trzích se forwardové kurzy získají kotováním pomocí takzvaných forwardových bodů. Hodnota uvedených forwardových bodů se odvíjí od toho, jak se s danými měnami na těchto trzích zrovna obchoduje. Je tedy závislá na aktuálním vývoji poptávky a nabídky. Konečný forwardový kurz, s nímž se bude posléze na daném trhu obchodovat, je získán vydělením uvedených forwardových bodů hodnotou 1000 a následným přičtením tohoto podílu k aktuálnímu kurzu platnému v daný den. Prostřednictvím kotace se stanoví nákupní (bid) a prodejní (ask) cena konkrétní měny, přičemž rozdíl mezi těmito dvěma hodnotami (takzvaný spread) představuje pro banku vedle dalších poplatků hlavní příjem z poskytování tohoto typu finančního derivátu.

Prodejní kurz je zpravidla vyšší než kurz nákupní, a to kvůli existenci transakčních nákladů. Má-li firma v zahraničí pohledávku v cizí měně, kterou si chce za nějaký čas směnit do měny domácí, musí se při této forwardové operaci řídit kurzem ‚bid‘. Poté, co banka provede sjednanou transakci, odečte si od vyplacené sumy ještě případné poplatky za své služby. Ocítá-li se firma naopak v krátké pozici, jinými slovy má-li v zahraničí závazek, jenž musí v budoucnu uhradit, pak stanovenou částku v domácí měně smění do měny cizí prostřednictvím kurzu ‚ask‘. V tomto případě se pak bankovní poplatky k dané částce přičítají.

Postupem času se pak na devizových trzích rozvinuly jakožto reakce na stále náročnější požadavky podnikatelských subjektů i další typy měnových forwardů. Vznikl tak forward s volitelným datem splatnosti, který je využíván v případech, kdy firma například nezná přesný termín splatnosti své pohledávky. V případě, že kromě data splatnosti nezná ani celkový objem transakcí v cizí měně, zvolí takzvaný ‚Average Rate Forward‘. Díky jeho sjednání směňuje jednotlivé inkasované částky pomocí aktuálního kurzu, přičemž k vyrovnání dojde až na konci zajištěného období, kdy se vezme v úvahu rozdíl mezi průměrným kurzem a kurzem předem sjednaným.

Jak již bylo několikrát řečeno, měnové forwardy slouží jako vhodný nástroj k zajištění kurzových rizik, mimo to ale mají také další funkci - využívají se k měnovým spekulacím. Princip spekulování spočívá v nákupu příslušných měn na termínovém trhu a jejich následnému prodeji na trhu spotovém za vyšší cenu. Celý proces přitom pochopitelně funguje analogicky i obráceně - spekulant prodá měnu na termínovém trhu za vyšší cenu, než za jakou ji bude moci posléze nakoupit prostřednictvím spotového kurzu. Tato forma investování je velmi ošemetná, je-li však spekulantův odhad ohledně budoucího vývoje měnového kurzu správný, může se jednat o velice výdělečné obchody.

Jistá odnož forwardu se využívá i při zajištění termínovaných úrokových sazeb. Podnikatelské subjekty si prostřednictvím tohoto nástroje zafixují u své banky úrokové sazby na předem stanovenou dobu, vědí-li, že si budou muset v budoucnu vzít úvěr na splacení závazků, či naopak budou chtít inkasované příjmy do banky uložit. Pokud se úrokové sazby před počátkem úrokového období nakonec skutečně zvýší nad sazbu referenční, obdrží firma od banky finanční kompenzaci. Pokud by naopak došlo k poklesu úrokových sazeb, leží břímě kompenzace směrem bance na bedrech firmy. Takto funguje

termínování úrokových sazeb v případě poskytnutí bankovního úvěru. Jedná-li se naopak o bankovní vklad, který firma uskutečňuje, když inkasuje peníze ze svých zahraničních pohledávek, probírá tento proces zcela obráceně (Černohlávková, 2007).

Vznik **futures** coby další z forem derivátů se datuje k začátku sedmdesátých let minulého století, kdy došlo k rozpadu bretonwoodského měnového systému, podotýká Durčáková (2007). Co do účelu se futures kontrakty od forwardů v zásadě nikterak neliší. Také s jejich pomocí se mohou firmy a ostatní podnikatelské subjekty efektivně bránit kurzovému riziku či realizovat zisky prostřednictvím spekulování nad vývojem ceny podkladového aktiva. Jisté charakteristické rozdíly však mezi oběma typy finančních derivátů pochopitelně existují.

Ten nejmarkantnější zřejmě spočívá v místě, kde se s futures kontrakty obchoduje. Děje se tak na těch nejvýznamnějších světových burzách v čele s chicagskou CME, newyorskou NYFE či londýnskou LYFFE. Vzhledem k této skutečnosti se tak jedná o standardizované obchody, které jsou přísně regulovány ze strany příslušných autorit. Ona standardizace se týká zejména základní jednotky obchodování (ceny), termínu splatnosti a podkladového aktiva. Dále se futures od forwardů liší i v tom, jak celý obchod vlastně probíhá. Tentokrát zde vstupují do hry prostředníci v osobách brokerů, přes které musí obě zúčastněné strany plánovaný obchod uzavřít. Klient tedy nejprve přikáže svému brokerovi, aby na základě jeho požadavků sjednal futures kontrakt, přičemž ten následně daný příkaz předá dál na burzu. Jak vysvětluje Černohlávková (2007), celý obchod se však uzavře teprve až ve chvíli, kdy na dané burze dojde ke spárování dvou naprosto identických příkazů (jeden z nich musí pochopitelně být prodejní, druhý nákupní).

Kromě klientů a brokerů figuruje na trhu s futures ještě jeden subjekt, a sice takzvaný clearingový dům. Clearingový dům zde působí v roli čistě zajišťovací, jelikož na sebe přebírá riziko nesplnění kontraktu ze strany smluvního partnera. Za tyto služby si pak od obou protistran účtuje takzvané počáteční marže, jež musejí být na jeho konto složeny v době uzavření kontraktu. Mimo to pak clearingový dům provádí ještě každodenní zúčtování zisků a ztrát v rámci daného obchodu, které plynou z tržních pohybů futures kurzů.

Podobně jako u forwardových kontraktů, i zde se obě zúčastněné strany ocitají ve dvou základních pozicích. V případě, že firma futures kupuje, tedy že kupuje podkladové aktivum za předem stanovenou cenu k předem stanovenému termínu, ocitá se v dlouhé pozici (long), pokud naopak futures prodává, jedná se o pozici krátkou (short).

Co se týče stanovení kurzu, ani zde se futures od forwardu nijak zásadně neliší. Vychází se totiž opět z podmínky, že má-li být cena futures kontraktu v rovnováze, nesmí být možné realizovat okružní arbitráž. Samotný výpočet pak znovu kalkuluje s úrokovými sazbami v daných zemích a aktuálním kurzem příslušných měn. Jejich největší výhodou je skutečnost, že čistě z pohledu transakčních nákladů a různých poplatků jsou futures díky své standardizaci o poznání levnější než forwardy. Samotné obchodování s měnovými futures kontrakty pak může v praxi vypadat třeba následovně.

Evropská firma má u svého zahraničního partnera z USA pohledávku s jasně stanoveným datem splatnosti. Nachází se tedy v dlouhé devizové pozici a její manažeři se bojí, že ještě před termínem splatnosti dojde k posílení eura vůči americkému dolaru. Aby tomuto nebezpečí společnost zabránila, prodá na zvolené burze FDE (dolar/euro futures) kontrakty. Počet kontraktů, které prodá, záleží na velikosti její pohledávky. V závislosti na počtu plánovaných prodaných kontraktů bude muset následně na účet svého brokera složit počáteční marži (ten ji posléze pře pošle na účet clearingového domu). Je-li tak učiněno, zadá firma pokyn k otevření krátké pozice, čímž se zaváže k prodeji inkasované částky v amerických dolarech od svého odběratele k nejbližšímu možnému obchodovanému termínu, jenž následuje po datu splatnosti pohledávky, a to za dnes stanovený futures kurz.

Nyní společnosti nezbývá nic jiného než čekat a sledovat aktuální vývoj kurzu dané měny. V případě, že euro v den splatnosti pohledávky vůči dolaru posílí, inkasuje firma od svého amerického odběratele reálně nižší částku. Vzhledem k negativnímu vývoji měnového kurzu tedy nebude její příjem z této zakázky takový, jaký původně očekávala. Avšak díky skutečnosti, že se na termínovém trhu zajistila prostřednictvím futures kontraktů, bude tato ztráta z převážné části limitována.

Cena futures kontraktů se totiž v závislosti na vývoji kurzu rovněž snížila, a proto firma nyní nakoupí stejné množství identických futures, které se předtím zavázala na burze prodat, čímž tak uzavře svoji devizovou pozici. Ve výsledku tedy na tomto nákupu

vydělala přibližně tolik, kolik prodělala v důsledku zhodnocení její domácí měny na sjednané zakázce poté, co americký obchodní partner uhradil svůj dluh. Slovo „přibližně“ je zde zvoleno záměrně, neboť vzhledem k transakčním nákladům a různým poplatkům je její zisk na termínovém trhu o něco menší. I tak se jí ale podařilo zaznamenanou ztrátu z převážné části zredukovat.

Celý systém funguje analogicky i tehdy, dojde-li naopak ke znehodnocení eura vůči americkému dolaru. V takovém případě by společnost realizovala ztrátu na trhu s futures, která by byla kryta dodatečným výnosem ze zakázky v důsledku pozitivního vývoje měnového kurzu (Černohlávková, 2007).

Další hojně využívanou externí metodou zajištění kurzového rizika jsou takzvané **swapy**. Tímto odborným termínem je označován nástroj, pomocí něhož si mohou podnikatelské subjekty v budoucnosti směnit své předem definované finanční toky, a předejít tak hrozbě jejich znehodnocení v důsledku výkyvu měnového kurzu či změně úrokových sazeb. Obchoduje se s nimi zejména na takzvaných OTC trzích, existují však i takové swapové operace, jež jsou standardizovány a realizovány přímo na burzách. Podobně jako ostatní finanční deriváty se swapy liší v závislosti na tom, z jakého podkladového aktiva byly odvozeny. Existují swapy devizové, měnové, úrokové, úvěrové, akciové, kreditní, komoditní atd. (tamtéž). Vzhledem k zaměření této diplomové práce bude na následujících řádcích věnována pozornost zejména prvním dvěma uvedeným typům.

Devizový swap je založen na kombinaci dvojice obchodů s cizí měnou. První z těchto obchodů se řídí spotovým (aktuálním) měnovým kurzem, kdežto druhý zase kurzem termínovým (budoucím), jak vysvětluje Ruml (2008). Devizový swap přitom firma realizuje ze dvou hlavních důvodů – jednak kvůli eliminaci kurzového rizika a jednak kvůli dosažení úspor na transakčních nákladech a dalších případných poplatcích. Typický devizový swap pak může vypadat zhruba následovně.

Tuzemská firma vyexportovala do zahraničí výrobky, za které nyní inkasuje vyfakturovanou částku v cizí měně. Zároveň její manažeři vědí, že za nějaký čas bude muset společnost uhradit závazek, jenž jí vznikne za dodávku materiálu, a to opět v téže cizí měně. Inkasovanou částku proto smění za aktuální kurz do měny domácí, přičemž ve stejnou chvíli si domluví i zpětný odkup té samé částky (v cizí měně) za kurz termínový.

Manažeři netuší, za jaký kurz si budou moci cizí měnu v budoucnosti pořídit, až bude potřeba závazek společnosti uhradit, a tak se dnes vůči tomuto riziku pojistí nákupem stanovené částky za termínový kurz. Kouzlo devizového swapu v tomto případě spočívá ve spárování dvou jinak zcela samostatných obchodů, díky čemuž firma výrazně ušetří na transakčních nákladech. Kromě toho se však také pojistila vůči kurzovému riziku, neboť si sjednala zpětný odkup cizí měny za termínovaný kurz.

Je pravdou, že úhradu svého budoucího závazku mohla vyřešit společnost i jiným způsobem. Mohla si například inkasovanou částku v cizí měně uložit na zahraniční účet a poté ji rovnou použít za zaplacení dodaného materiálu, čímž by tím pádem realizovala i dodatečný zisk z úroků. V praxi se však běžně stává, že společnost potřebuje tyto peníze okamžitě využít na financování svých dalších podnikatelských aktivit, a tak je devizový swap v takovém případě zřejmě tím nejlepším možným řešením.

Co se týče měnových swapů, u nich se kromě dvou nominálních částek (jedné aktuální a druhé v budoucnosti) denominovaných v cizí měně směňují ještě finanční toky s nimi související (pod těmito finančními toky si lze představit například úroky z nakoupených obligací, za poskytnutí bankovního úvěru apod.). Dělí se přitom do dvou základních kategorií, a sice na aktivní a pasivní.

V případě aktivních měnových swapů si mezi sebou obě zúčastněné strany směňují své aktivní úrokové platby a příslušné nominální částky v cizí měně. Nutno však podotknout, že v rámci tohoto obchodu v žádném případě nedochází ke změně ve vlastnictví jednotlivých úrokových aktiv, jak by se snad mohlo na první pohled zdát. Obě strany i nadále svá úroková aktiva vlastní, mezi sebou si směňují pouze zmíněné finanční toky z nich plynoucí.

Díky této odnoži měnového swapu si tak například mezi sebou mohou dvě zahraniční firmy směnit nominální částky o stejné celkové výši určené k nákupu obligací vydaných v domovském státu svého partnera, které jim tamní vlády nabídly, aniž by tak musely využít směnářských služeb bankovního sektoru ve své zemi. Následně tyto směněné částky použijí k zakoupení oněch obligací (česká firma v Německu, německá firma v ČR). Úroky vyplacené německou vládou české firmě v eurech pak tato firma ihned převede na účet svého německého partnera, německá firma udělá analogicky to samé. Nakonec si obě

strany převedou zpět na své účty i počáteční jistiny, tedy částky, které si mezi sebou směnily na samém počátku obchodu. Díky tomuto měnovému swapu se obě firmy kompletně vyhnuly riziku z případného výkyvu měnového kurzu, a to jak při směně počáteční částky, tak i v případě inkasovaných úroků v cizích měnách. Další nespornou výhodou uzavření takového typu obchodu je, že i kdyby došlo ještě před závěrečným splacením původních jistin k onomu výkyvu termínového měnového kurzu ať už jedním, či druhým směrem, ani jedna ze stran by se v konečném důsledku neocitla ‚v mínusu‘. Ztráta plynoucí z výkyvu kurzu by totiž byla ve stejnou chvíli pokryta dodatečným ziskem z úroků, neboť právě od nich se výpočet tohoto termínového kurzu odvíjí.

Pasivní měnový swap je v podstatě zrcadlovou kopií aktivního měnového swapu s tím rozdílem, že tentokrát podnikatelské subjekty žádné příjmy z úroku neinkasují, nýbrž je musí naopak příslušné instituci splácet. Firmy jej využívají například tehdy, mají-li možnost vzít si úvěr v zahraničí, který ovšem není zdaleka tak výhodný jako ten, který jim nabízejí banky v jejich domovských státech. Pokud se tedy dané firmě podaří najít vhodného zahraničního partnera v témže státu, v němž žádá o úvěr, čelícího stejnému problému, mohou si obě společnosti prostřednictvím pasivního měnového swapu tyto finanční toky navzájem směnit. Díky tomu tak na nastalé situaci opět vydělají, neboť budou realizovat úsporu v důsledku placení nižších úroků a zároveň předejdou vystavení se potenciálnímu kurzovému riziku (Černohlávková, 2007).

A nakonec, nikoliv však v poslední řadě, je potřeba zmínit ještě jeden typ finančních derivátů, jinak by totiž jejich výčet nebyl kompletní. Jedná o takzvanou **opci**, což je instrument, který je lidstvu znám již po několik set let, jak připomíná Košťál (2008), svoji dnešní podobu nicméně tyto finanční nástroje dostaly až na přelomu dvacátých a třicátých let minulého století.

Na rozdíl od všech předešlých derivátů spadají opce do skupiny podmíněných termínových kontraktů, v rámci nichž se zainteresované protistrany netěší stejnému postavení. Zatímco jedné ze stran - a sice majiteli opce – z uzavření tohoto typu obchodu vyplývá pouze právo prodat, respektive koupit v budoucnosti dané podkladové aktivum, její protějšek – vypisovatel opce – má naopak zase povinnost toto podkladové aktivum prodat, případně koupit, rozhodne-li majitel opci uplatnit. Toto méně výhodné postavení je pak vypisovateli opce do jisté míry kompenzováno vyplacením opční prémie, která de facto představuje

cenu dané opce a kterou inkasuje za každých okolností, tedy neohledě na skutečnost, zda byla opce nakonec využita, či nikoliv (Černošlávková, 2007).

Výše zmíněné opční prémie je pak dána působením tržních sil, tedy střetem nabídky s poptávkou. Prémie jako taková se následně rozkládá ještě na dvě dílčí složky, kterými jsou vnitřní a časová hodnota opce. Vnitřní hodnota je přitom přímo úměrná výši zisku, kterého majitel opce dosáhne, rozhodne-li se ji v důsledku příznivého vývoje uplatnit. Časová hodnota se zase pro změnu odvíjí od rozdílu mezi opční premií a právě zmíněnou vnitřní hodnotou. Zároveň pro ni platí, že čím víc se blíží datum splatnosti opce, tím je tato časová hodnota menší, a to z důvodu klesajícího rizika příznivého vývoje měnového kurzu (bráno samozřejmě z pohledu vypisovatele opce). Dále se časová hodnota opce odvíjí například i od toho, jakou velkou tendenci má daný měnový kurz k výkyvům. Platí zde pravidlo, že čím vyšších výkyvů měnový kurz dosahuje, tím vyšší bude i časová hodnota opce, a naopak. To samé se přitom dá říci i o vývoji úrokových měr. Dojde-li k růstu domácí úrokové sazby (v porovnání s úrokovou sazbou v zahraničí), bude opět růst i časová hodnota (Černošlávková, 2007).

Co se týče možnosti uplatnění, rozlišují se v zásadě dva typy opcí – opce evropská a opce americká. Zatímco prvně jmenovaná může být uplatněna právě a jen v den své splatnosti, ve druhém případě tak lze učinit během celé této lhůty splatnosti, zdůrazňuje Polouček (2006).

S tímto konkrétním typem finančního derivátu se dá obchodovat jak na OTC trzích, tak na burzách, přičemž opět se může jednat hned o několik odnoží, z nichž každá může být odvozena od jiného podkladového aktiva (akcií, dluhopisů, úrokových sazeb, komodit atd.).

V praxi je pak potřeba rozeznávat dva základní druhy opcí – a sice opce kupní a prodejní. Majitelům kupní opce (běžně označované jako call opce) vzniká právo v budoucnu nakoupit podkladové aktivum v rámci dnes dohodnutých podmínek. Majitel opce prodejní (takzvané put opce) má zase pro změnu právo v budoucnosti dané podkladové aktivum prodat, a to pochopitelně opět za takových podmínek, na nichž se obě strany dohodnuly nyní. Ten, kdo opci od své protistrany kupuje, se vystavuje do pozice dlouhé (long),

prodávající opce se naopak ocitá v pozici krátké (short) (Durčáková, 2007). A v jakýchžto konkrétních případech tedy mohou tyto finanční deriváty nalézt své uplatnění?

Má-li firma pohledávku v cizí měně (např. v eurech), která jí bude zaplacená v budoucnosti, přičemž se její manažeři mají důvod domnívat, že by ještě před splatností pohledávky mohlo dojít ke zhodnocení kurzu měny domácí (korun), může se zajistit pomocí nákupu prodejní opce. S bankou si tedy vyjedná, že jí za nějaký čas prodá tuto inkasovanou částku v cizí měně za dnes určený realizační kurz. Banka následně stanoví opční prémii.

Pokud v době splatnosti pohledávky, respektive opce bude daný realizační kurz nižší než kurz aktuální, firma nechá tuto opci propadnout. To nicméně neznamená, že díky prodeji za aktuální kurz na celé transakci automaticky vydělá. Může, ale nemusí. V tomto případě je totiž nezbytné neopomenout onu opční prémii, kterou firma bance již uhradila a která firmě snižuje výdělek z prodeje této částky za aktuální kurz. Je-li tedy rozdíl mezi částkou směněnou za aktuální kurz a částkou potenciálně směněnou za kurz realizační větší, než kolik činí opční prémie, teprve poté lze konstatovat, že by firma na propadnutí opce vydělala. Byl-li by rozdíl menší, pak by společnost tímto krokem pouze limitovala ztráty plynoucí z uzavření dané opce. Nicméně, je důležité na tomto místě zdůraznit, že případná ztráta nemůže nikdy přesáhnout hodnotu oné opční prémie.

Pokud by byl naopak realizační kurz vyšší než kurz aktuální, uplatní firma své opční právo a inkasovanou částku smění bance za kurz realizační. Tím by se zároveň opodstatnilo sjednání dané opce, neboť by to znamenalo, že obavy managementu společnosti ohledně nepříznivého vývoje měnového kurzu (v tomto případě apreciaci) se skutečně naplnily. Firma se tím pádem zajistila proti kurzovému riziku a stálo jí to ‚jen‘ částku rovnající se opční prémii (Černohlávková, 2007).

Společně s měnovými deriváty lze do skupiny externích metod zajištění zařadit rovněž možnost **uzavření devizové pozice pomocí služeb peněžního trhu**. Využitím zmíněné metody si společnost ‚spáruje‘ své budoucí finanční toky v cizí měně, díky čemuž dojde k uzavření její doposud otevřené devizové pozice (tamtéž).

Má-li daná společnost u jednoho ze svých zahraničních partnerů pohledávku v cizí měně, která však bude splatná až za nějaký čas, vystavuje se riziku zhodnocení měny domácí, což

by v konečném důsledku znamenalo kurzovou ztrátu. Firma se tak ocitá v otevřené devizové pozici. Ve snaze tuto pozici uzavřít a riziko ztráty co nejefektivněji eliminovat si proto vezme bankovní úvěr se stejnou dobou splatnosti, jakou má její zahraniční pohledávka. Firma si však nevypůjčí stejnou částku, vypůjčí si méně, neboť musí mít na paměti, že spolu s vypůjčenou částkou (jistinou) musí posléze bance uhradit i úroky. Firma si tedy vypůjčí přesně tolik, aby se jistina společně s úroky rovnala částce, kterou pohledává u svého zahraničního odběratele, přičemž až ten zmíněný dluh uhradí, použije jej společnost celý na splacení bankovního úvěru. Vypůjčenou částku si mezitím převede pomocí aktuálního kurzu na domácí měnu, a následně ji uloží znovu do banky. Po uplynutí původní doby splatnosti tyto peníze vybere, a zajistí si tak dodatečný zisk v podobě úroků.

Daný úvěr ovšem může společnost využít i k jiným účelům – jeho prostřednictvím může například financovat své další podnikatelské záměry, aktivity apod.

Celý tento systém funguje analogicky i v případě, že se firma ocitne v krátké devizové pozici, kdy ví, že má za nějaký čas uhradit svému partnerovi závazek za dodaný materiál. Dnes se společnost rozhodne uložit do banky částku v cizí měně, která bude na konci doby splatnosti činit po přičtení úroků přesně tolik, kolik má dodavateli zaplatit. Ve skutečnosti tedy dnes uloží méně, než kolik má v budoucnu splatit, díky čemuž si z daného obchodu zajistí zisk ve výši úroků.

4 Zahraniční platební styk

Zahraniční platební styk lze charakterizovat jako **pohyb peněžních prostředků mezi jednotlivými státy**, zpravidla uskutečňovaný v měně jednoho z těchto států. Provádět jej mohou jak **podnikatelské**, tak **nepodnikatelské** subjekty, přičemž způsob jeho provedení může nabývat dvou základních podob – **hotovostní** a **bezhotovostní**.

První forma zahraničního platebního styku je v rámci každodenního života hojně využívána například v oblasti cestovního ruchu, a velkou měrou se na ní podílejí zejména subjekty nepodnikatelské (turisti apod.). Polouček (2006) nicméně poukazuje na případy, kdy je tato forma preferována dokonce samotnými podnikateli či firmami – děje se tak například ve chvílích, kdy jedna ze zúčastněných stran ne zcela důvěřuje platební morálce svého obchodního partnera, platebnímu systému v dané zemi atd. V zásadě nicméně platí, že co se podnikatelských subjektů týče, převážná většina z nich hradí smluvené obchody a realizuje příjmy z obchodní činnosti vyplývající pomocí platebního styku bezhotovostního. Bezhotovostní platební styk je uskutečňován prostřednictvím bank daných států, a to na základě klientova příkazu. Zatímco hotovostní forma zahraničního platebního styku je celkem triviální záležitostí, forma bezhotovostní má celou řadu dalších specifik, které je potřeba detailněji objasnit.

Zahraniční platební styk je ze strany příslušných státních orgánů pochopitelně daleko více regulován a musí být mimo jiné v souladu s **devizovým zákonem č. 219/1995 Sb. a zákonem o platebním styku 284/2009 Sb.** Bankovní domy aktivní na poli zahraničního platebního styku jsou sdruženy do takzvané **celosvětové sítě korespondenčních bank**. V rámci této sítě pak musí mít každá jednotlivá banka zřízen účet všude tam, kde není fyzicky zastoupena. To v praxi znamená, že zahraniční banka má veden běžný účet u banky domácí (jež je součástí celosvětové korespondenční sítě) s trvalou výší finančních prostředků (tzv. **loro účet**), a naopak každá domácí banka spadající do této sítě má zase veden běžný účet (tzv. **nostro účet**) u banky v zahraničí (Business center, nedatováno).

Za účelem usnadnění komunikace mezi těmito bankovními domy bylo v minulých dekádách vyvinuto několik specializovaných systémů a programů, které zajišťují přenos zpráv a údajů týkajících se jednotlivých bezhotovostních zahraničních plateb. Zřejmě nejvíce využívaným v tomto ohledu je systém vyvinutý mezinárodní organizací **SWIFT**,

neboli Society for Worldwide Financial Telecommunication. Organizace je, jak zmiňuje Jílek (2013), vlastněná samotnými bankami a v současnosti v ní má podíl více než osm tisíc bankovních domů napříč celým světem. A co se týče systému samotného, jedná v praxi o počítačově řízenou síť, díky níž jsou banky schopné realizovat na základě přenosu informací veškerý bezhotovostní zahraniční platební styk. V rámci SWIFTu má každá banka svoji specifickou swiftovou adresu - **BIC** (Business Identification Code). Tento kód slouží k přesné identifikaci příjemcovy banky, má osm či jedenáct znaků, a bez jeho uvedení není možné zahraniční platbu realizovat (ČNB, nedatováno). Z každého BIC lze vyčíst, o jakou konkrétní banku se jedná (první čtyři znaky – např. CEKO pro ČSOB), zemi, v níž má daná banka své sídlo (CZ pro Českou republiku), a město, v němž fyzicky sídlí (PP pro Prahu). V případě Československé obchodní banky vypadá tedy BIC následovně: CEKOCZPP.

Dalším nezbytným údajem pro provádění bezhotovostního styku je pochopitelně samotné číslo bankovního účtu. To nicméně v rámci mezinárodního obchodu nabývá poněkud odlišného formátu. V rámci standardizace byl v minulosti vytvořen **IBAN**, neboli International Bank Account Number, který má na rozdíl od běžného čísla bankovního účtu v sobě zakomponován ještě kód země banky, v níž je daný účet veden, kontrolní dvojčíslí a předčíslí čísla účtu. Maximální délka IBANu může dosahovat čtyřiatřiceti znaků. V případě běžného účtu vedeného v české bance pak může IBAN vypadat třeba následovně: CZ6503000000123456789123.

Nakonec, nikoliv však v poslední řadě bylo v rámci mezinárodního platebního styku zapotřebí vyřešit **problematiku bankovních poplatků** za provedení jednotlivých plateb. Tyto poplatky bývají pochopitelně vyšší než v případě plateb domácích, cena za realizaci převodu peněz do/ze zahraničí se však liší v závislosti na dané komerční bance, typu a výši provedené transakce. V zásadě si mohou klienti po vzájemné dohodě vybrat mezi třemi způsoby – **BEN**, **OUR**, **SHA**. Jedná-li se o BEN (beneficiary), hradí tyto výlohy příjemce platby, v případě OUR (our) je to plátce, a pokud jde o SHA (shared), pak si obě zúčastněné strany tyto poplatky rozdělí – příjemce hradí poplatky jeho bance, plátce zase té své. Pro transakce do zemí EU a EHP je možné výlohy platit **výhradně v režimu SHA**.

4.1 Nástroje zahraničního platebního styku

Existují dvě základní kategorie, podle nichž lze roztrdit platby realizované v zahraničním bezhotovostním styku, a sice **platby nedokumentární** a **platby dokumentární**.

4.1.1 Hladké platby

Nedokumentární platby jsou všechny takové, k jejichž uskutečnění **není potřeba předložit žádné doplňující dokumenty**. Banky se spokojí s pouhým příkazem ze strany klienta a následně požadovanou transakci provedou (Bankovní Gramotnost, nedatováno). Z nástrojů, které se v mezinárodním obchodě používají, sem spadají pouze takzvané hladké platby.

Hladké platby jsou vzhledem ke své jednoduchosti a rychlosti nejoblíbenějším nástrojem sloužícím k úhradě závazků a pohledávek plynoucích ze zahraničně-obchodních aktivit daného subjektu. Jedná se v podstatě o prostý bankovní převod, k jehož uskutečnění je zapotřebí mít pouze dostatečnou výši finančních prostředků na daném účtu a znát údaje o účtu příjemce (BIC, IBAN).

Existují dva typy hladkých plateb – **vyšlé** a **došlé**. Vyšlá hladká platba představuje příkaz k úhradě, kterým dlužník splácí závazek vůči svému zahraničnímu partnerovi. Takovýto dlužník dá své bance příkaz, aby z jeho účtu převedla stanovený objem finančních prostředků ve prospěch příjemcova bankovního účtu v zahraničí. Může se přitom jednat jak o příkaz jednorázový, tak trvalý. Jakmile jsou tyto finanční prostředky mezi oběma zúčastněnými bankami převedeny, informuje banka plátce banku příjemce, komu ze svých klientů má tato banka daný obnos vyplatit a od koho peníze pocházejí, popisuje Marvanová (1995).

V neposlední řadě musí plátce u příkazu ještě určit, jakým způsobem budou uhrazeny výlohy spojené s převodem peněz. Pro všechny platby v **SEPA** (Single Euro Payment Area), neboli Jednotné oblasti pro platby v eurech, jež sestává z pětatřiceti evropských zemí, musí být nicméně výlohy hrazeny v režimu **SHA** (GE Money, nedatováno). Poplatek za provedení transakce je zpravidla stanoven jako určité procento převáděné částky, přičemž každá komerční banka má pochopitelně určeny odlišné minimální a maximální výše těchto poplatků, připomínají Bohutínská (2008) a Jílek (2013).

4.1.2 Dokumentární akreditiv

Dalším hojně využívaným nástrojem v zahraničním bezhotovostním platebním styku je dokumentární akreditiv. Ten na rozdíl od hladkých plateb již spadá do kategorie **dokumentárních plateb**, což znamená, že jeho realizace je vázána na předložení **patříčných dokumentů**.

Na základě dokumentárního akreditivu se banka kupujícího (dovozce) **písemně zaváže**, že na vlastní žádost vyplatí prodávajícímu (vývozci) stanovenou částku za předpokladu, že prodávající **splní** všechny předem stanované podmínky a včas **předloží** své bance všechny **požadované dokumenty** (Polouček. 2013).

Tato forma platebního styku poskytuje oběma zúčastněným stranám dvě nezpochybnitelné výhody – prodávající má jistotu, že splní-li všechny předem dané podmínky, bude mu sjednaná částka skutečně vyplacena, a kupující naopak ví, že peníze z jeho účtu neodejdou dříve, dokud nebude vše splněno tak, jak požadoval. Nevýhodou akreditivů je, jak upozorňuje Landrová (2002), že si za ně banky účtují nemalé poplatky. V praxi pak průběh dokumentárního akreditivu vypadá zhruba následovně:

1. prodávající a kupující se dohodnou na uzavření obchodu a formě vyrovnání, přičemž se rozhodnou pro dokumentární akreditiv; následně si stanoví podmínky, po jejichž splnění mají být peníze převedeny; kupující následně zadá své bance příkaz, aby onen akreditiv otevřela; prodávající tak dostane záruku, že splní-li dané podmínky, bude mu částka uhrazena,
2. vystavující banka (banka kupujícího) jej otevře a požádá o potvrzení korespondenční banku (banku prodávajícího),
3. následně vystavující banka informuje kupujícího, že jeho příkazu vyhověla a akreditiv otevřela,
4. banka prodávajícího následně zkontroluje pravost daného akreditivu, a je-li v pořádku, pak oznámí prodávajícímu jeho otevření
5. banka prodávajícího oznámí své protistraně, že avizovala otevření akreditivu ve prospěch beneficianta, a případně připojí jeho potvrzení,
6. prodávající nyní předloží všechny sjednané dokumenty a požádá o zaplacení,
7. je-li akreditiv potvrzen, proplatí banka prodávajícího doklady, pokud potvrzen není, platbu zálohuje či oznámí, že tak učiní až po dojití úhrady,

8. banka prodejce předá obdržené dokumenty bance kupujícího a požádá o úhradu,
9. banka kupujícího následně tyto dokumenty překontroluje a proplatí bance prodejce akreditiv,
10. jakmile kupující uhradí své bance sjednaný akreditiv, předá mu jeho banka příslušné dokumenty, na jejichž základě si může převzít zaslané zboží.

Komerční banky nabízejí svým klientům hned několik odnoží akreditivů. Marvanová (1995) zmiňuje **akreditiv odvolatelný**, jenž staví do značné nevýhody prodávajícího, neboť kupujícímu umožňuje bez souhlasu protistrany kdykoliv sjednané podmínky pozměnit, či dokonce zrušit. V praxi se nicméně tento typ akreditivu příliš nevyužívá. Dalším druhem je **neodvolatelný akreditiv**. Zde, jak už sám název napovídá, podmínky bez souhlasu všech zúčastněných stran změnit nejdou. Sjednají-li obchodní partneři **potvrzený akreditiv**, pak se banka prodávajícího prodávajícímu zaručí, že mu uhradí smlouvenou částku i tehdy, pokud tak neučiní banka kupujícího. V rámci **nepotvrzeného akreditivu** žádný takovýto závazek ze strany banky prodávajícího nevzniká. **Krytý akreditiv** znamená, že jakmile dojde k jeho otevření, bude platba převedena z banky kupujícího do banky prodávajícího. U **nekrytého** se tak stane až po splnění předem daných podmínek. Posledním druhem akreditivu je **akreditiv převoditelný**. Takový akreditiv lze pak za nezměněných podmínek (vyjma ceny zboží a doby splatnosti) převést na jinou osobu.

4.1.3 Dokumentární inkaso

Zásadní rozdíl mezi dokumentárním inkasem a akreditivem spočívá v tom, **kdo** ze zúčastněných stran **zadává** **čí bance příkaz k provedení transakce**. Zatímco u akreditivu tak činí kupující, přičemž tento příkaz směřuje své vlastní bance, v případě **inkasa jej zadává prodávající, a to navíc přímo bance kupujícího**. Tato forma bezhotovostního platebního styku není pro prodávajícího příliš výhodná, neboť je to právě on, jemuž hrozí riziko nepřevzetí zboží kupujícím. Banka prodávajícího navíc na rozdíl od předcházejícího případu za uskutečnění transakce žádnou záruku nepřebírá. Inkaso je tedy pro prodávajícího méně bezpečné než výše zmíněný akreditiv, na druhou stranu poskytuje o poznání větší záruky než prostá hladká platba (Polouček, 2006). Průběh dokumentárního inkasa vypadá následovně:

1. kupující a prodávající mezi sebou sjednají obchod a domluví se, že vyrovnání proběhne prostřednictvím dokumentárního inkasa, prodávající následně kupujícímu odešle zboží
2. prodávající posléze předá příslušné dokumenty buď své bance, nebo přímo bance kupujícího
3. banka prodávajícího případně tyto dokumenty odešle bance kupujícího a zažádá o provedení inkasa,
4. banka kupující avizuje přijetí dokumentů,
5. kupující převede peníze své bance,
6. banka kupujícího následně tyto peníze převede do banky prodávajícího,
7. kupující obdrží od své banky příslušné dokumenty,
8. banka prodávajícího vyplatí prodávajícímu inkasovanou částku.

Dokumentární inkaso může nabývat dvou základních podob. V rámci té první se předání dokumentů váže na **zaplacení peněžní částky** (což je výše uvedený případ), v rámci druhé, jak upozorňuje Marvanová (1995) se dokumenty předávají proti **přijetí směnky**.

4.1.4 Bankovní záruka

Posledním nástrojem využívaným v zahraničním bezhotovostním platebním styku je bankovní záruka. Institut bankovní záruky spočívá ve sjednání dohody mezi kupujícím a jeho bankou, která se zaváže uhradit prodávajícímu závazek, **ocítne-li se kupující v platební neschopnosti** (Bučková, 2009). A protože se tímto banka kupujícího pasuje do role vedlejšího dlužníka, naučtuje si za své služby patřičný **poplatek**. Zpravidla se stává, že prodávající vyžaduje od své banky potvrzení této záruky, zejména když není s bankou svého partnera příliš dobře obeznámen.

Také bankovní záruka má dvě základní podoby – **platební a neplatební**. Platební záruky se poskytují za účelem uhrazení **závazku**, neplatební se vztahují na konkrétní **předměty nebo činnosti** (například na uhrazení cla dovozcem či dopravních nákladů dopravci atd.).

5 Integraf, s. r. o.

Náchodský Integraf působící na trhu již více než dvacet let se v rámci polygrafického odvětví řadí na území České republiky mezi absolutní špičku v oboru. Navzdory globalizaci ekonomiky a současným trendům se jedná o ryze českou společnost bez účasti zahraničního kapitálu, jejímiž hlavními předměty podnikání jsou polygrafická výroba, vydavatelská a nakladatelská činnost, knihtisk, reklamní činnost a koupě zboží za účelem prodeje a jeho následný odprodej (Integraf, nedatováno).



Obr. 5.1: Sídlo společnosti Integraf

zdroj: Integraf, s. r. o. [online]. [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <http://www.integraf.cz/web/cs/5-onas.html>

Účast zahraničního kapitálu nebyla v dosavadní historii společnosti nutná zejména proto, že se vlastníkům a manažerům podniku daří naplno využívat kombinace veškerých interních zdrojů, jež má firma k dispozici - tedy lidí, znalostí, peněžních prostředků a strojního vybavení, a vytvářet z nich výstupy, které co do kvality a kvantity patří mezi nejkonkurenceschopnější jak v ČR, tak i v několika dalších zemích EU. O svoji dlouhodobou prosperitu se tak společnost, zdá se, nemusí v tuto chvíli strachovat.

5.1 Historie

Jak již bylo uvedeno, kořeny náchodské tiskárny Integraf jsou zapuštěny poměrně hluboko do minulosti. Vznik společnosti se datuje do roku 1992. Za oněch třiatdvacet let své existence podnik pochopitelně doznal rozsáhlých změn. Z původní malé firmičky sídlící v prostorách ne o mnoho větších, než jaké mívá běžný rodinný dům, a čítající jen několik málo zaměstnanců, se postupem času stal podnik mnohonásobně větších rozměrů.

Během devadesátých let rozhodlo vedení společnosti o přestěhování se na novou adresu, a sice do Běloveské ulice. Zde nicméně Integraf nesídlil příliš dlouho, neboť díky příznivé ekonomické situaci, která šla ruku v ruce s nepřetržitým růstem firmy až do velikosti středního podniku, mu tyto prostory začaly být příliš těsné, a tak bylo následně rozhodnuto o vybudování zbrusu nového sídla na okraji Náchoda.

Výstavba nového sídla v ulici Myslbekova, která se nachází v jedné z průmyslových zón tohoto příhraničního města, byla dokončena v roce 2002, tedy v době, kdy podnik oslavoval pro něho velmi významné jubileum – deset let své existence. Během uplynulých let doznaly tyto prostory rovněž hned několika poměrně velkých změn - byly přistaveny nové budovy, výrobní haly i sklady. V současnosti se tak celé sídlo rozkládá na ploše větší než 6 500 m². A proces rozšiřování ani zdaleka není u konce. Již nyní se uvažuje o přístavbě další výrobní haly, bez níž se společnost neobejde, chce-li uspokojit všechny své zákazníky, jejichž počet se každým rokem neustále zvětšuje.

5.2 Portfolio služeb

Hlavní příčinou růstu podniku a nepřetržitého navyšování výrobních kapacit v posledních letech byla pochopitelně spojena s jeho obchodními aktivitami. Zatímco z kraje devadesátých let, tedy na samém počátku její existence, by se množství zákazníků této společnosti dalo spočítat na prstech jedné ruky, v současnosti se Integrafu daří uspokojovat požadavky nikoliv desítek, nýbrž stovky klientů ať už z České republiky, tak ze zahraničí.

Rovněž portfolio nabízených služeb se mnohonásobně rozrostlo. Firma je schopna vyrobit, respektive vytisknout téměř cokoliv, co zákazník žádá. Od tisku letáků přes časopisy, noviny, kalendáře, papírové tašky, brožury, katalogy, prospekty, formuláře a další reklamní

materiály až po samotné knižní publikace z jakéhokoliv materiálu či požadovaného formátu (Integraf, nedatováno).

Jak už ale bylo zmíněno dříve, v Integrafu se zabývají také dalšími činnostmi, které přispívají k upevnění jeho strategické pozici na trhu. Kromě ryze polygrafických záležitostí se zde rovněž aplikuje například bezpečnostní systém STOKES, jenž slouží zejména k ochraně cenin, tiskovin a dokumentů (Integraf, nedatováno).

Netřeba dodávat, že se v obou případech jedná o výrobky prvotřídní kvality, což dokládá skutečnost, že je firma držitelem řady osvědčení a certifikátů. Jedním z nich je například certifikát ISO 9001, na základě kterého je řízen management jakosti polygrafické výroby.

Mimo to společnost poskytuje profesionální poradenství v oblasti zákazníkům požadovaných materiálů, forem zpracování či konečné grafické podoby s cílem zajistit co možná nejkvalitnější provedení výrobku a zároveň snížit zákaznickovy náklady na minimum. Samozřejmostí je expedice, distribuce a skladování vyrobených produktů.

5.3 Vlastnické záležitosti

Okamžik vzniku firmy Integraf se datuje k 4. srpnu roku 1992. Právě v tento den byla oficiálně zapsána do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Hradci Králové, oddílu C, vložky 2529. Firma byla založena jakožto společnost s ručením omezeným, a to na základě zakladatelské smlouvy, přičemž základní kapitál činil 100 000 Kč.

Člověkem, který stojí za jejím vznikem, je Ing. Jiří Vysoký. Dalšími podílíky se v průběhu následujících let stali Mgr. Lenka Vysoká, jenž v současnosti vykonává rovněž funkci ředitelky celé společnosti, a Josef Ťokan (Ministerstvo spravedlnosti České republiky, nedatováno).

5.4 Organizační struktura a zaměstnanci

Aby bylo zajištěno co možná nejefektivnější fungování podniku, bylo zapotřebí vytvořit vhodnou organizační strukturu, na základě které jsou vymezeny jednotlivé pracovní pozice spadající pod konkrétní podnikové útvary, jejich kompetence a nadřízenost či podřízenost jiným firemním zaměstnancům.

V současné době pracuje v Integrafu více než 120 kmenových pracovníků a na 200 dalších je evidováno pro případnou výpomoc ve chvílích, pokud by se společnosti začaly hromadit zakázky a hrozilo by, že nebude možné dodržet některý ze stanovených termínů.

Vnitřní uspořádání podniku sestává celkem ze tří oddělení, a sice výrobního, provozního a obchodního, přičemž každé z nich má starost vždy jeden manažer. Největším z nich je pochopitelně oddělení výrobní, které zajišťuje celý proces výroby produktu od zpracování vstupních dat až po jeho konečnou expedici zákazníkovi. Provozní oddělení, jak už sám název napovídá, má na starost každodenní fungování podniku včetně vedení účetnictví, správu počítačové sítě a stejně tak i správu všech firemních objektů. A nakonec, nikoliv však v poslední řadě je zde rovněž obchodní oddělení, jehož technicko-hospodářští pracovníci (dále jen THP) zajišťují, aby měla firma vždy dostatek zakázek a všechny tiskové stroje byly po celý rok využívány na maximum.

Jak již bylo řečeno, firma Integraf disponuje více než 120 stálými zaměstnanci, kteří, kromě THP, pracují na třísměnný provoz, přičemž hned dalších 200 je zaměstnáno na částečný úvazek či na dohodu o pracovní činnosti, respektive práce.

Největší část z těchto zaměstnanců tvoří výrobní dělníci. Mezi ně se řadí kvalifikovaní tiskaři, knihařky, skladníci a další obslužní pracovníci. Tato početná skupina čítá zhruba 70 % všech zaměstnanců. Zbylou část pak utvářejí THP společně s vrcholovým vedením společnosti, jež má ve svých řadách celkem 7 zástupců (manažerů).

Na základě informací poskytnutých vedením firmy lze konstatovat, že 43,5 % pracovníků Integrafu tvoří ženy. Průměrný věk zaměstnanců pak činí 38 let.

5.5 Spolupráce se vzdělávacími institucemi

V rámci své podnikatelské činnosti společnost hojně využívá možnosti spolupráce s některými z českých vysokých škol. Zatímco Přírodovědecká fakulta Univerzity Palackého participovala na vývoji ochranného systému STOKES, s katedrou polygrafie a fotofyziky při Univerzitě Pardubice firma již několik let konzultuje běžné technické záležitosti každodenního rázu a jako protihodnotu nabízí jejím studentům možnost pracovních stáží, během nichž mohou získat, případně obohatit své praktické zkušenosti.

5.6 Marketingová analýza

Za třicet let své existence se této náhodské firmě podařilo vydobýt si velmi zvučné jméno na poli polygrafického průmyslu, jak co se týče území České republiky, tak i v některých dalších evropských státech. Vděčí za to především skutečnosti, že již od samého počátku klade její vedení velmi vysoký důraz na kvalitu svých výrobků, která si v kombinaci s jejich rozumně stanovenou cenou postupem času získala oblibu i mimo tuzemsko. Navzdory této skutečnosti lze však pro ni za klíčové označit zejména ty trhy, jež se nacházejí v regionech středních a východních Čech a také v hlavním městě Praha.

Ačkoliv se společnost může těšit poměrně uspokojivému tržnímu postavení, konkurenci v žádném případě nelze zanedbávat. Na základě rozsáhlé marketingové studie je možné konstatovat, že jen na území České republiky se polygrafickou výrobou coby svým hlavním předmětem podnikání zabývá celkem osmadvacet větších či menších tiskáren. Mezi největší vyzyvatele náhodské společnosti Integraf pak patří zejména tyto firmy: NOVOTISK, tiskařské závody Typos, Branaldí, POINT, TRIANGL či H. R. G. Co se týče samotného Integrafu, jeho tuzemský tržní podíl je odhadován na zhruba jedno procento.

Seznam odběratelů společnosti je vskutku rozsáhlý. Díky této skutečnosti je tak riziko z obchodních vztahů velmi dobře diverzifikováno. Průměrná délka trvání spolupráce byla managementem podniku vyčíslena na šest let. Počet zákazníků se pochopitelně neustále mění - a lze říci, že se v zásadě kontinuálně navyšuje. Z tohoto důvodu tedy není možné uvést jakýkoliv konkrétní číselný údaj. Jedná se však o více než 100 odběratelů.

Jak vyplývá z informací poskytnutých vedením firmy, následujících deset odběratelů představuje dohromady 83 % z celkového ročního obrátu společnosti, ten v roce 2013, pokud jde o jeho peněžní vyjádření, činil 223 286 437 Kč. Do skupiny nejvýznamnějších zákazníků lze zařadit: ČSOB, Dow AgroSciences, Kaspen/Jung von Matt, Systemprint Drescher, MARE CZ, AEROMEDIA, ALBI, Česká pošta, Česká pojišťovna a Birell.

V rámci svých obchodních aktivit se pochopitelně žádná firma neobejde bez dodavatelů, kteří jí poskytují vstupy potřebné k výrobě vlastních produktů. Tyto dodavatele lze v případě náhodské tiskárny rozdělit v zásadě na tři skupiny. Od první společnost nakupuje produkty, jež tvoří páteř celého výrobního procesu, zejména tedy různé formy

papírů a tiskařských barev. Od dodavatelů zařazených do druhé skupiny získává firma tiskařské stroje, dodavatelé ze skupiny číslo tři zajišťují počítače a další IT zařízení.

I v této kategorii se najdou poměrně známá jména, jakými jsou například Heidelberg Praha, Europapier-Bohemia či třeba Systemprint Drescher.

5.7 SWOT analýza

Následující analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb by měla posloužit k vytvoření uceleného obrazu o tom, díky jakým přednostem se podnik může těšit konkurenční výhodě nad ostatními firmami v odvětví, kde naopak spatřuje své hlavní slabiny ve vztahu ke konkurenci, a co by případně mohlo ovlivnit, ať už pozitivně či negativně, jeho budoucí tržní postavení.

Analýza vychází z originální předlohy, jež byla zpracována manažery samotné společnosti, a to v rámci tvorby podnikatelského záměru, jehož cílem byl nákup nového strojního vybavení s možností dotační podpory.

Tab. 5.1: SWOT analýza firmy Integraf, s. r. o.

Silné stránky firmy	Slabé stránky firmy
moderní technická a technologická úroveň výroby	vysoký podíl ruční práce při zpracování malých zakázek
široký sortiment produktů	výroba malých zakázek na hranici rentability z hlediska produktivity práce
vybudovaná síť zákazníků	potřeba další vysoce kvalifikované pracovní síly
finanční stabilita - silné kapitálové zázemí	dosud nezvládnutý proces snižování nákladů
kvalita produktů a poskytovaných služeb (pouze 0,7 % reklamací)	
Příležitosti pro firmu	Hrozby pro firmu
noví odběratelé v ČR - rozšířený segment zákazníků	rostoucí mzdové náklady a daňové zatížení
rozvoj technologie v oblasti digitální přípravy	účast zahraničního kapitálu ve velkých tiskárnách
expanze na dosud neprobádané zahraniční trhy	kurz koruny
rozšíření zaměstnanecké základny z řad učňů	nejasné směřování ekonomiky či nedokončený proces restrukturalizace a konsolidace segmentu tisku polygrafie
dlouhodobě kvalitní dodavatelská struktura s příležitostí využití do budoucna levnějších materiálových zdrojů ze zahraničí (Čína a jihovýchodní Asie)	růst cen energií a vstupního materiálu
	přechod klientů k méně kvalitnímu, ale rychlému tisku konkurentů

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů firmy Integraf, s. r. o.

5.8 Zahraniční obchod

Obchodní aktivita směřující za hranice České republiky má v případě společnosti Integraf dlouholetou tradici. Její kořeny sahají až do roku 2000, přičemž během posledních pěti let exponenciálně nabývá na svém objemu.

V minulosti již firma uzavřela několik poměrně významných obchodů s odběrateli z Německa, Rakouska, Nizozemska či Irska. S řadou z nich dokonce spolupracuje dodnes. Jako příklad lze uvést německý Drescher zabývající se rovněž polygrafickou výrobou, dále pak Fischer Kälteklima vyrábějící klimatizační systémy či třeba švýcarskou pobočku Husqvarny, která je po celém světě známá díky svým sekačkám, pilám, křovinořezům a dalšímu zahradnickému vybavení.

Pokud jde o konkrétní produkty, které společnost Integraf těmto podnikům dodává, jedná se z převážné části o nejrůznější reklamní a propagační materiály všeho druhu – zejména tedy o letáky, brožury apod., díky nimž se mohou prezentovat svým současným i potenciálním zákazníkům.

Jak již bylo řečeno, zahraniční obchodní aktivita není v případě této náhodské tiskárny rozhodně ničím novým. Pravdou nicméně je, že významnějšího rozmachu se dočkala až poměrně nedávno. Klíčový z tohoto úhlu pohledu byl pak zejména rok 2014, kdy vedení firmy dospělo k závěru, že by zahraničním subjektům měla být věnována o poznání větší pozornost než doposud.

Před jednotlivé obchodní zástupce společnosti tedy byl postaven poměrně nelehký úkol – poohlédnout se po klientech z ostatních zemí EU, a pokud možno s nimi navázat dlouhodobou spolupráci.

Jak se ale nakonec ukázalo, s touto výzvou se technicko-hospodářští pracovníci vypořádali vsutku výtečně. Během jednoho roku se totiž objem zahraničního obchodu ve srovnání s lety předešlými několikrát znásobil. Konečné číslo za rok 2014 činilo rovných 10 %, přičemž na rok 2015 byl predikován růst o dalších pět procentních bodů. A co se týče vyjádření jeho hodnoty v penězích, ta ve stejném období dosáhla hranice 1 000 000 eur.

Aspektů, které přispěly k tomuto růstu, je celá řada. Ovšem za ten nejvíce zásadní lze pochopitelně označit vstup České republiky do Evropské unie v květnu roku 2004. Díky tomuto strategickému kroku se všem tuzemským společnostem, Integrafu nevyjímaje, otevřely zcela nové příležitosti, jak rozšířit své obchodní činnosti. Zrušení nejrůznějších celních překážek a snazší průnik na zahraniční trhy stimulovaly export a výrazně snížily náklady jednotlivých firem na něj vynaložené.

Avšak každá mince má dvě strany, a tak by bylo celkem spravedlivé podotknout, že tím pádem samozřejmě došlo i k navýšení konkurence pro všechny české firmy a rovněž ke zpřísnění požadavků na bezpečnost a kvalitu jejich produktů.

Nakonec však záleží na každé jednotlivé firmě, jak se s těmito úskalími dokáže vypořádat. Zatímco v případě konkurenceschopných firem mohou výhody ze vstupu do EU mnohonásobně převážet negativa s ním spojená, pro ty z opačného konce může tento krok

mít, či již dokonce měl, velmi neblahé následky. Společnost Integraf se, naštěstí pro ni samotnou, řadí v tomto pomyslném seznamu k jednomu z těch úspěšnějších.

Expanze mimo tuzemské trhy samozřejmě není nikterak jednoduchou záležitostí. Před tím, než se podnik k tomuto kroku odhodlá, je zapotřebí zvážit veškeré klady a zápory s ním spojené. Dále jde především o to, aby dokázal přizpůsobit svoji obchodní politiku tak, aby se pro ni zahraniční obchod stal co možná nejefektivnějším nástrojem, jak navýšit svůj celkový zisk.

Manažeři společnosti se proto musejí mimo jiné zamyslet nad tím, u jakých bankovních institucí, a zejména pak v jakých měnách, je nejvýhodnější zřídit si podnikatelské účty, jakým kurzem se bude podnik při běžném obchodním zahraničním styku řídit, jakou formou se budou uskutečňovat veškeré zahraniční platby, ať už přijaté či ty k odeslání, jak bude probíhat jejich evidence atd.

Po pečlivém zvážení všech alternativ dospělo vrcholové vedení firmy k následujícím řešením.

Vzhledem k tomu, že společnost Integraf obchoduje během zahraničního styku prozatím výhradně s podnikatelskými subjekty ze zemí Evropské unie, byl zřízen jeden devizový účet vedený v eurech, a to u České spořitelny. Použití internetového bankovníctví při běžném platebním styku je v dnešní době již samozřejmostí. Směnným kurzem, kterým se náhodský podnik při své obchodní aktivitě směřující za hranicemi České republiky řídí, je ten, jenž každý den vyhlašuje ČNB.

Co se týče samotné evidence plateb, na tu existuje ve společnosti velice sofistikovaný systém. Ve snaze předejít jakýmkoliv potenciálním problémům týkajících se nesouladu mezi tím, co mělo být uhrazeno a ve skutečnosti nebylo, respektive jaká platba měla být přijata a ve skutečnosti nebyla, je provedení každé takové transakce zaznamenáváno hned dvakrát. To v praxi znamená, že se každá přijatá či uskutečněná platba spáruje s vydanou nebo přijatou fakturou vztahující se k téže zakázce, a to prostřednictvím informačního účetního systému SQL Ekonom. Díky tomuto kroku je tak možno každodenně kontrolovat saldo nezaplacených závazků a pohledávek společnosti.

I přes veškerá podniknutá opatření samozřejmě není v lidských silách předejít všem potenciálním rizikům z obchodní aktivity vyplývajících, a proto i firma Integraf zaznamenala v minulosti hned několik větších či menších problémů týkajících se platebního styku. Jednalo se například o potíže při vystavování dobropisů na uplatnění skonta či třeba časové prodlení, než druhá strana potvrdila vzájemný zápočet závazků a pohledávek.

Tento vzájemný zápočet se v případě Integrafu a jeho partnerů praktikuje poměrně často, byť je pravdou, že u zahraničního obchodu je jeho objem takřka nulový.

Vzájemný zápočet závazků a pohledávek představuje pro obě zainteresované strany hned dvě poměrně velké výhody – firmy jednak ušetří na transakčních poplatcích za jinak zbytečně uskutečněné platby a zároveň jim ubude administrativních povinností s platbami spojených.

5.9 Současný stav zajištění se proti kurzovému riziku

V současné chvíli je zahraniční obchod společnosti koncipován tak, že **import** v podobě dodávek materiálu a dalších surovin či nákupu výrobní technologie **převládá nad vyexportovanými výrobky**. Celkový objem zahraničního obchodu náhodské tiskárny se v posledních letech **rapidně zvýšil**, za což firma vděčí těsnější spolupráci s partnerskou společností Systemprint Drescher, která jí v minulosti pomohla získat řadu dalších klientů sídlících mimo území České republiky.

S větším objemem zahraničního obchodu je nicméně pochopitelně spjato čím dál větší riziko výkyvu směnného kurzu, které musejí manažeři při plánování obchodních aktivit společnosti za hranicemi České republiky brát v potaz. Aktuálně se firma zajišťuje pomocí takzvaného **přirozeného hedgingu**. Ten v případě náhodské tiskárny spočívá v udržování vyrovnané bilance, tedy situaci, kdy je objem plateb jdoucích na úhradu závazků pokryt inkasem za prodané a vyexportované výrobky. K určitým výkyvům ať už jedním či druhým směrem pochopitelně dochází. Nikdy totiž není možné zajistit, aby mezi sebou jednotlivé zakázky stoprocentně korespondovaly, pokud jde o jejich hodnotu. Navíc zde působí i onen faktor směnného kurzu, jenž je v neustálém pohybu. Nutno však podotknout, že tyto výkyvy mělo doposud vedení společnosti vždy pod kontrolou.

V případě, že společnost musí v dohledné budoucnosti některému ze svých zahraničních obchodních partnerů uhradit platbu za dodávku tiskového papíru či jiného výrobního materiálu a na eurovém účtu nemá přechodně dostatek finančních prostředků, pak si tato eura jednoduše opatří. K nákupu deviz využívá služeb nebankovních finančních institucí - konkrétně pak společnosti SAB finance – které jsou zpravidla schopny nabídnout atraktivnější (v tomto případě nižší) kurzy než běžné komerční banky.

V praxi pak celý proces vypadá tak, že zodpovědná osoba – v tomto případě finanční ředitel společnosti – sleduje vývoj měnového kurzu, jenž se mění z hodiny na hodinu, a k nákupu deviz se rozhodne tehdy, považuje-li jeho výši na základě dostupných informací za dostatečně přijatelnou. V jistém směru tedy lze hovořit i o jakési formě **časování plateb**, neboť vedení firmy vždy vyčkává na ten nejvhodnější okamžik.

Z dalších aktuálně používaných interních metod zabezpečení, kterými se náhodská společnost snaží bránit před potenciálními výkyvy směnného kurzu, nelze opomenout **změnu struktury aktiv a pasiv**. Ne snad, že by společnost v poslední době horečně měnila své dodavatele, respektive odběratele. Avšak vzhledem ke skutečnosti, že naprostá většina jejího zahraničního obchodu je realizována v eurech, respektive že společnost obchoduje zejména s firmami sídlícími v zemích eurozóny, dochází tím automaticky k eliminaci kurzového rizika, neboť dojde-li například k depreciaci české koruny, a tím pádem i zdražení dováženého materiálu, může být tato kurzová ztráta kompenzována vystavenou fakturou za prodané výrobky.

Závěrem je nutné podotknout, že díky těmto výše zmíněným strategiím se manažerům náhodského Integrafu podařilo v celkovém součtu ušetřit nemalé množství peněz, které posléze mohly být použity i k jiným účelům.

6 Euro a měnová unie

Vzhledem ke skutečnosti, že náhodský Integraf realizuje naprostou většinu svých transakcí v rámci zahraničně-obchodních aktivit v eurech, je příhodné o této měně nejprve uvést některé základní informace.

Euro jako takové je měnou relativně mladou. Vzniklo **1. 1. 1999**, kdy ji přijalo prvních jedenáct členských států Evropské unie, které se nově uskupily do takzvané eurozóny. Během prvních tří let fungovalo pouze coby **virtuální měna**, jež sloužila pro bezhotovostní platební styk, v rámci hotovostního platebního styku používaly výše zmíněné země nadále své původní měny. Ve formě mincí a bankovek bylo euro zavedeno až **1. 1. 2002** (Evropská komise, nedatováno).

6.1 Historie eura jakožto společné měny

Tímto dnem tak byl úspěšně dokonán další důležitý krok evropské ekonomické integrace, a sice vytvoření měnové unie, o němž se poprvé začalo uvažovat už na konci šedesátých let minulého století na Haagském summitu a z něhož posléze vzešel takzvaný **Wernerův plán**. Ten tehdy počítal se zavedením nové jednotné měny do roku 1980. Ovšem jak připomíná Dědek (2014a), vzhledem k nepříznivému ekonomickému vývoji v průběhu sedmdesátých let, jenž byl mimo jiné provázen rozpadem brettonwoodského systému a dvěma ropnými šoky (1973 a 1979), z jeho realizace sešlo. Světoví i evropští politici se museli začít soustředit na ty nejakutnější hospodářské problémy a Wernerův plán ustoupil do pozadí.

Dědek (2014b) dále zdůrazňuje, že myšlenku vytvoření měnové unie na starém kontinentu posunuli o něco blíže skutečnosti na konci dekády až tehdejší francouzský prezident **Valéry Giscard d'Estaing** společně s německým kancléřem **Helmutem Schmidtem**. Tito dva pánové a zároveň představitelé dvou nejsilnějších evropských ekonomik té doby významnou měrou dopomohli k ustanovení **Evropského měnového systému (EMS)**, v jehož rámci pak byly zavedeny následující pojmy:

Evropská měnová jednotka (ECU), jež představovala koš členských států Evropského hospodářského společenství odrážejícího jejich ekonomickou sílu a která zároveň plnila funkci rezervní měny a zúčtovací jednotky,

Mechanismus směnných kurzů (ERM), který nařizoval centrálním bankám jednotlivých států spadajících do EMS udržovat kurz jejich měn na hranici $\pm 2,25\%$ od dané centrální parity, přičemž pokud by hrozilo, že by se kurz některé z těchto měn výrazně přiblížil, či snad dokonce překročil vymezené flukuační pásmo, byla CB toho kterého státu povinna zahájit neomezené devizové intervence,

Indikátory divergence sloužící k včasnému varování ohledně nebezpečně vysoké fluktuace měnového kurzu s cílem zabránit nutnosti použití devizových intervencí ze strany jednotlivých centrálních bank a

Úvěrové nástroje Evropského fondu pro měnovou spolupráci (EMCF).

Na úsilí bývalého francouzského prezidenta Giscarda d'Estainga a německého kancléře Schmidta navázal na přelomu let 1988 a 1989 tehdejší předseda Evropské komise **Jacques Delors**. Ten společně s guvernéry centrálních bank jednotlivých států vypracoval plán, který měl definitivně završit dvacetileté snažení o vytvoření hospodářské a měnové unie. Zpráva, kterou Delors svým kolegům předložil, zdůrazňovala, že pouze a jen za předpokladu existence jednotné evropské měny dojde k plnému využití potenciálu, jenž celý vnitřní trh nabízí. Plán byl rozdělen do **třech postupných kroků**, respektive stádií, přičemž v rámci toho prvního mělo dojít k **hospodářské konvergenci a posílení koordinace měnových politik**, zatímco druhé stádium se zaměřovalo spíše na **technické aspekty** vztahující se k problematice přechodu na společnou měnu, a konečně stádium tři počítalo s definitivním **zafixováním měnových kurzů a následným přechodem na společnou měnu** (Dědek, 2014c).

Výstup Delorsovy zprávy byl posvěcen **Smlouvou o Evropské unii**, která je veřejnosti známa spíše jako Maastrichtská dohoda a jež byla uvedena v platnost koncem roku **1993**. Ta mimo jiné stanovila i nejzazší termín, ke kterému měla měnová unie vzniknout. Tímto termínem pak bylo datum **1. 1. 1999**. Orgánem spravujícím plánovanou jednotnou měnu byla pověřena nově založená **Evropská centrální banka**. Podle původní verze Maastrichtské smlouvy měla být společná měna pojmenována **ecu**, kvůli pozdějším tlakům ze strany Německa se nicméně evropští lídři v prosinci 1995 rozhodli změnit její název na **euro**.

V první polovině devadesátých let čelil ERM poměrně rozsáhlé krizi vyvolané kurzovými spekulacemi, které zapříčinily výrazné fluktuace kurzů jednotlivých měn od stanoveného pásma. V jistý okamžik se dokonce zdálo, že ERM potká stejný osud jako jeho ‚předchůdce‘ v podobě Wernerova plánu, nakonec se však podařilo finanční trhy uklidnit a nastalou nepříznivou situaci dostat pod kontrolu. Tyto události podle Dědka (2014d) jasně ukázaly, že v prostředí, kde panuje vysoká kapitálová mobilita, je to právě pouze a jen jednotná měna, která je s to efektivně ochránit společný trh před nebezpečím v podobě kurzové spekulace.

Na základě textu obsaženého v Maastrichtské smlouvě měla být měnová unie vytvořena buďto k 1. 1. 1997, nebo k 1. 1. 1999. V prvním případě se tak mohlo stát tehdy, pokud by alespoň polovina členských států EU splnila takzvaná **konvergenční kritéria**, v případě druhého (a zároveň i nejzazšího) termínu měla být jednotná měna zavedena již při jakémkoliv počtu států vyhovujících stanoveným požadavkům. Od prvního data se později upustilo, s blížícím se druhým termínem se však motivace zúčastněných zemí splnit tato konvergenční kritéria rapidně zvýšila, načež bylo v květnu 1998 rozhodnuto o tom, že zakládajícími státy eurozóny se počínaje následujícím rokem stanou **Německo, Francie, Itálie, Belgie, Nizozemsko, Lucembursko, Rakousko, Finsko, Španělsko, Portugalsko a Irsko**. Všem těmto jedenácti zemím se podařilo všech pět kvalifikačních podmínek, které tehdy nařizovaly **udržet míru inflace pod hranicí 2,7 % a dlouhodobou nominální úrokovou sazbu pod 7,8 %, maximální schodek vládního rozpočtu o výši 3 % HDP, celkový objem veřejného dluhu, který je menší než 60 % HDP, a alespoň dvouletou účast v rámci ERM II**, splnit, díky čemuž si vysloužily právo být u zrodu zbrusu nové měny, jež se měla stát dalším ze symbolů evropské soudržnosti.

V témže roce zahájila svoji činnost i Evropská centrální banka sídlící v německém Frankfurtu nad Mohanem, které se nyní nově musely zodpovídat všechny centrální banky jednotlivých členských států eurozóny. Samotný vznik eura se pak obešel bez sebemenších problémů. Evropské i světové finanční trhy byly na zrození nové měnové jednotky dlouhodobě připravovány, a tak se dne 1. 1. 1999 žádné negativní účinky nedostavily (Dědek, 2014e).

Ačkoliv vznik eura jako takového je čistě z ekonomického úhlu pohledu poměrně velkou událostí, běžný občan v podstatě nic nezaregistroval. Jak již bylo zmíněno, počínaje rokem

1999 bylo totiž euro zavedeno pouze jako **bezhotovostní jednotka**, v jednotlivých členských státech se nadále platilo původními **národními měnami**, o existenci eura svědčily pouze záznamy na bankovních účtech. V podobě bankovek a mincí bylo podle původního plánu zavedeno až o celé **tři roky později**, přičemž během prvních dvou měsíců roku 2002 se v inkriminovaných státech dalo platit **oběma druhy měn současně**, neboť ty národní byly postupně stahovány z oběhu, zatímco euro je plynule nahrazovalo. Také fyzický přechod na společnou měnovou jednotku se obešel bez jakýchkoliv významnějších problémů, ať už z hlediska logistiky či bezpečnosti, což je dodnes v ekonomických kruzích považováno za velice úctyhodný výkon, připomíná Dědek (2014f).

Touto poslední fází tak byla úspěšně završena více než třicetiletá snaha o vytvoření měnové unie coby dalšího nezbytného kroku na cestě ke sjednocení Evropy. Ani zdaleka však nelze říct, že by se po roce 2002 její vývoj zastavil, ba naopak. Eurozóna od té doby doznala nemalých změn. Z původní jedenáctky byla postupně rozšířena až na dnešních devatenáct států. V průběhu minulých let se členskými zeměmi stalo **Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta, Slovensko, Estonsko, Lotyšsko a Litva**.

6.2 Euro jako světová měna

Z čistě ekonomického úhlu pohledu se v rámci první dekády své existence euru dařilo nadmíru dobře. Alespoň tak to tedy na první pohled tehdy vypadalo. Euro se stalo po americkém dolaru druhou nejsilnější světovou měnou, přičemž ode dne svého vzniku vůči němu **posílilo o úctyhodných 30 %**, uvádí Dědek (2014g).

Záhy ovšem vyšlo najevo, že ne všechny členské země hospodařily se svými financemi tak, jak to nařizovala konvergenční kritéria (zejména pak co se týče výše vládních deficitů a veřejných dluhů), což mělo na nedávno vzniklou měnovou unii velice neblahý vliv. Nastalou situaci pak ještě do značné míry umocňovala vypuknuvší celosvětová finanční krize, kterou zapříčinilo splasknutí hypoteční bubliny v USA a následný pád banky Lehman Brothers v září 2008.

6.3 Eurozóna v krizi

Kombinace všech těchto faktorů posléze způsobila, že hned několik zemí eurozóny bylo nuceno požádat Mezinárodní měnový fond, respektive Evropskou komisi o finanční výpomoc. V opačném případě hrozil jejich **bezprostřední bankrot**. Do závažných problémů se během let minulých dostal **Island, Irsko, Portugalsko, Španělsko, Kypr, Itálie či Řecko**. Nejhorší byla situace v Řecku, neboť v případě této balkánské země existovala vzhledem k jejímu obrovskému zadlužení po několik měsíců uplynulého roku zcela reálná hrozba **odchodu z eurozóny**, což mohlo mít nedozírné následky pro celou měnovou unii, jelikož by tím pádem klesla důvěra v euro jako takové a hospodářská recese by se ještě víc prohloubila (Dědek, 2014h).

Bankrot Řecka i všech ostatních států se nakonec podařilo prostřednictvím finančních injekcí z nejrůznějších záchranných mechanismů výměnou za provedení série reforem jejich ekonomik odvrátit, a tak se zdá, že to nejhorší má eurozóna, alespoň prozatím, za sebou. Události let minulých nicméně jasně ukázaly, že je naprosto nezbytné být nepřetržitě ve střehu.

7 Zhodnocení vývoje měnového kurzu CZK/EUR a zahraničního obchodu společnosti

V následující části této diplomové práce bude podrobně nastíněn vývoj směnného kurzu české koruny vůči euru v období **od září 2010 do srpna 2014**. Tento časový horizont pochopitelně nebyl zvolen zcela náhodou, koresponduje totiž s uplynulými pěti účetními roky, ke kterým vedení společnosti na požádání poskytlo číselné údaje a další doplňující komentáře. Celá kapitola je tedy rozdělena do pěti dílčích částí, přičemž každá z nich obsahuje jak zhodnocení vývoje směnného kurzu v inkriminovaném časovém úseku, tak informace týkající se samotného zahraničního obchodu firmy.

7.1 Účetní rok 2010

Rok 2010 byl pro Českou republiku dle údajů ČNB (2010a) z makroekonomického hlediska charakteristický citelným oživením. Ekonomice se během roku podařilo vymanit z krize, o čemž svědčí i skutečnost, že se její meziroční růst dostal poprvé během posledních dvou let do kladných čísel. Na jejím zotavování se podílely všechny složky hrubého domácího produktu, přičemž největší vliv mělo postupné navyšování stavu zásob. Překvapivý pak byl zejména kladný příspěvek tvořený spotřebou domácností, který podle původních předpokladů měl nabývat zcela opačných hodnot. Ekonomové si jej částečně vysvětlovali zlepšením aktuální situace na trhu práce (ČNB, 2010b).

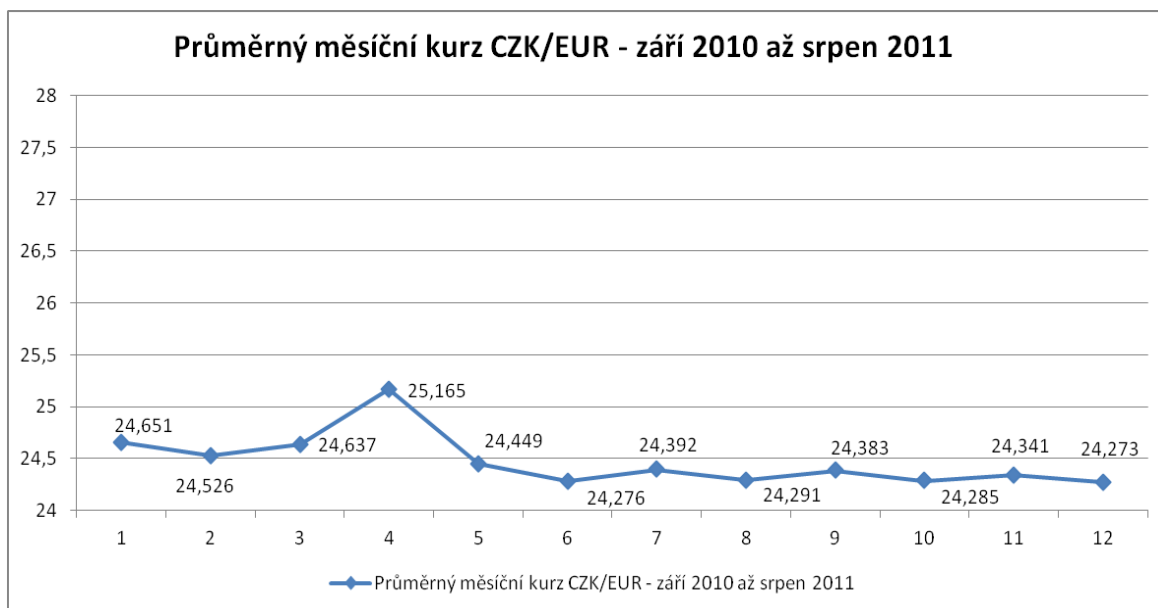
Co se kurzu české koruny vůči euru týče, zde bylo během roku 2010 zaznamenáno poměrně viditelné **posílení**. Zatímco v lednu činil průměrný měsíční kurz 26,136 CZK/EUR, začátkem druhého pololetí se s ní na devizových trzích obchodovalo v poměru 25,305 CZK/EUR (ČNB, nedatováno). V následujících třech měsících česká měna nadále posilovala, na čemž měla zásluhu především rostoucí poptávka ze strany zahraničních krátkodobých investorů. Ti byli v přemísťování svého krátkodobého kapitálu velice obezřetní. Zatímco Maďarsko, Velká Británie či některé z jihoevropských zemí se zdály být i nadále pod vlivem recese, České republice, a tím pádem i samotné české měně, ale například i Polsku, Švýcarsku a Švédsku se dařilo o něco lépe. Nemalou zásluhu na její apreciaci vůči euru měla rovněž skutečnost, že došlo ke zlepšení výhledu ratingu ČR,

neboť tehdejší nová Nečasova vláda rozhodla o opatření, jež mělo za cíl snížit schodek veřejných rozpočtů, připomíná ČNB (2010a).

Svého průměrného měsíčního maxima pak koruna dosáhla v říjnu, tehdy její kurz činil 24,526 CZK/EUR. V listopadu a prosinci posléze měla česká měna tendenci ke znehodnocování. Na konci roku 2010 se podle statistik ČNB (nedatováno) její kurz pohyboval na hranici 25,165 CZK/EUR. To lze z části vysvětlit mírným zhoršováním obchodní bilance a neobvykle vysokými dividendami nerezidentů v rámci přímých zahraničních investic (ČNB, 2010b).

V rámci prvního čtvrtletí roku 2011 česká koruna nadále posilovala. Ve srovnání s uplynulým prosincem šlo v únoru pořídit jedno euro o téměř 90 haléřů levněji, jak uvádí ČNB (nedatováno). Analytici tuto skutečnost přičítali pokračujícímu sentimentu investorů, kteří pečlivě vybírali, do jakých evropských zemí v závislosti na jejich ekonomickém výkonu přemístí svá krátkodobá finanční aktiva (ČNB, 2011a). Co se týče tuzemské ekonomiky jako celku, první tři měsíce nového roku se nesly ve znamení zrychleného tempa růstu. Ve zprávě o inflaci II vydané ČNB (2011b) se dokonce uvádí, že koruna byla ve zmíněném období třetí nejrychleji posilující směnitelnou měnou, lépe na tom z tohoto pohledu byly pouze maďarský forint a bulharské leva.

Ve druhém kvartálu byl nastolen poněkud odlišný trend. Ekonomika sice nadále rostla, tentokrát však již pomaleji. Jedinou kladně přispívající složkou HDP byl čistý vývoz, ostatní části působily na celkový výkon ekonomiky negativně (ČNB, 2011c). Kurz koruny kolísal kolem hranice 24,3 CZK/EUR, přičemž na podobné hodnotě se udržel i v červenci a srpnu téhož roku. Měsíc srpen byl z pohledu vývoje směnného kurzu velice zajímavý. Na základě měsíčního průměru se totiž euro dalo pořídit za historicky druhou nejnižší cenu od doby jeho zavedení v roce 1999, konkrétně pak za 24,273 CZK. Levněji bylo možné evropskou měnu nakoupit už jen v červenci 2008, připomíná ČNB (nedatováno).



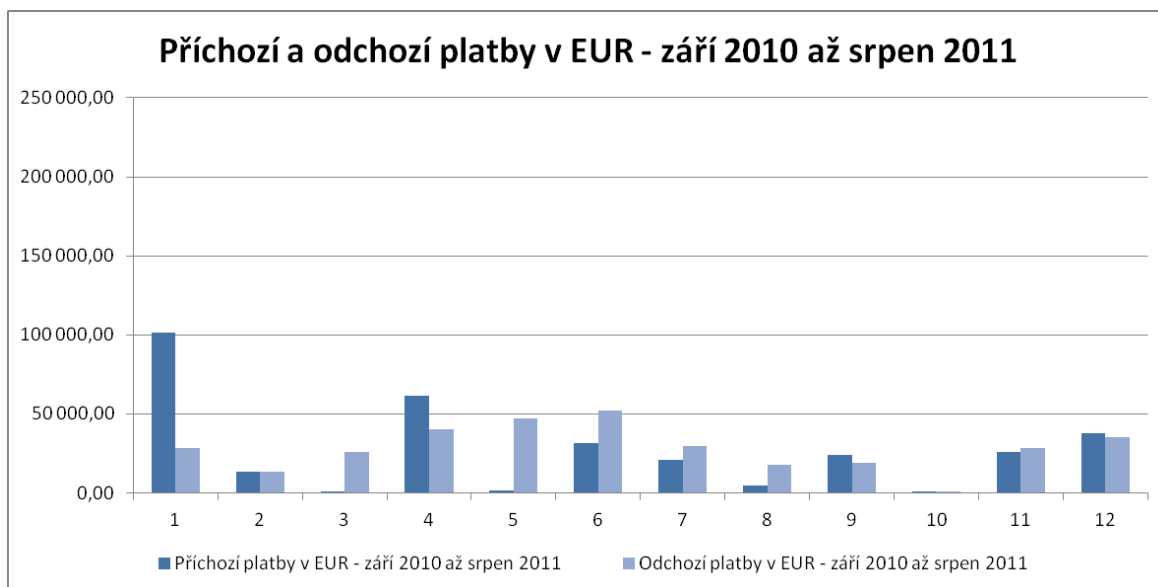
Obr. 7.1: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2010 do srpna 2011

Zdroj: Vlastní zpracování dle www.cnb.cz

Konec první dekády jednadvacátého století rozhodně nebyl, pokud jde o podnikání a další ekonomické aktivity, tím nepříznivějším. V důsledku vrcholící světové recese byly firmy po celém světě nuceny tlumit produkci a propouštět zaměstnance, a výjimku v tomhle ohledu nepředstavoval ani náhodský Integraf.

Na zahraničních trzích nicméně i v této nelehké době zůstávala společnost nadále aktivní. Celkový objem zahraničního obchodu firmy dosahoval za účetní období 2010 na základě údajů o příchozích a odchozích platbách v eurech částky přes **650 tisíc**. To se po přepočtení na české koruny rovnalo více než **16 milionům**.

Pokud jde o platby odchozí, ty se týkaly převážně nakupovaného materiálu, konkrétně pak tiskového papíru. V inkriminovaném období nicméně náhodská tiskárna uskutečnila i jeden poměrně významný obchod se svým partnerem z Nizozemí, jehož hodnota byla vyčíslena v řádu několika milionů Kč.



Obr. 7.2: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2010 do srpna 2011

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů firmy Integraf, s. r. o.

Z výše popsaného vývoje měnového kurzu koruny vůči euru je patrné, že si česká měna během sledovaného období **mírně polepšila**. Zatímco v září roku 2010 byl její průměrný měsíční kurz 24,661 CZK/EUR, v srpnu 2011 to bylo 24,273 (ČNB, nedatováno). Tento trend byl tedy, obecně řečeno, příznivý spíše pro importéry, kteří tak v důsledku klesajících cen zahraničních výrobků dosahovali kurzových zisků.

Saldo příchozích plateb v eurech v případě náchodské tiskárny činilo za účetní rok 2010 323 tisíc, svým dodavatelům pak společnost celkově zaplatila částku 336 tisíc. Na základě těchto dvou cifer je tedy zřejmé, že v rámci celého účetního roku 2010 byla firma náchylnější spíše na **znehodnocování měnového kurzu**, které by hypoteticky znamenalo zdražení cen dováženého materiálu a následné kurzové ztráty. Ve skutečnosti však došlo ke zcela **opačnému vývoji**, a tudíž lze z tohoto pohledu hodnotit inkriminované období **pozitivně**.

7.2 Účetní rok 2011

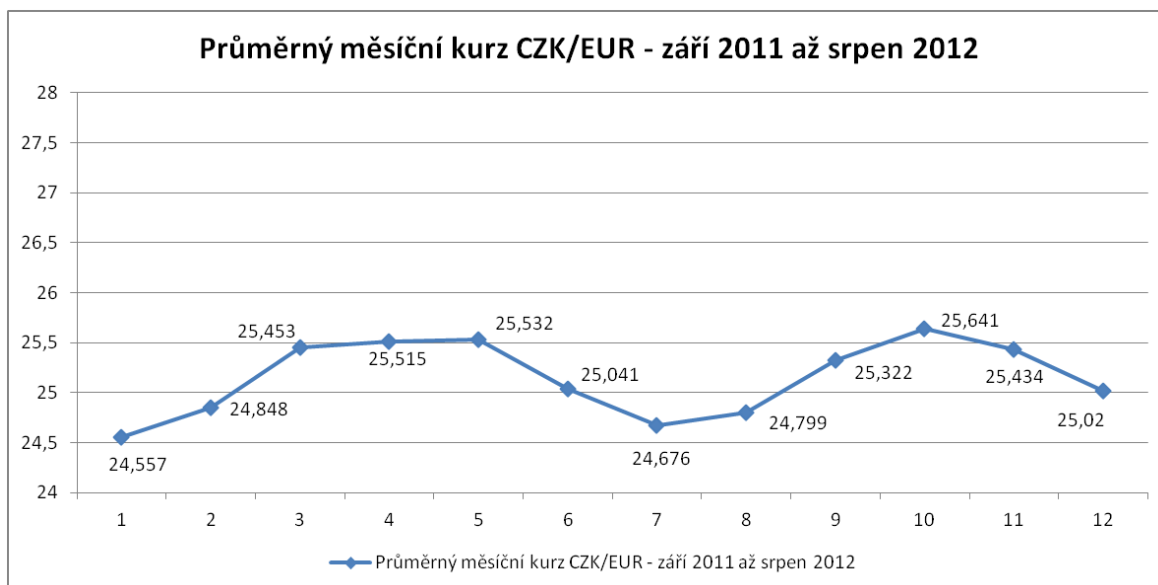
Vývoj směnného kurzu v závěru roku 2011 nahlával spíše proexportně orientovaným firmám, a to z toho důvodu, že česká koruna začala **významně oslabovat** (ČNB, nedatováno). Ve srovnání se srpnem se během posledního čtvrtletí její hodnota propadla o téměř 4 %. To ČNB (2012a) přičítala přetrvávající dluhové krizi v eurozóně, která

stahovala dolů kromě eura také ostatní evropské měny. Zahraniční investoři ztráceli zájem o tuzemské vládní dluhopisy a ani v rámci přímých investic pro ně Česká republika nebyla příliš velkým lákadlem. To americký dolar se naopak jevil jako měna relativně spolehlivá, a měl tudíž tendenci posilovat (ČNB, 2012b).

S nástupem nového roku se situace na devizovém trhu s korunou celkem výrazně pozměnila. První kvartál s sebou přinesl znatelné posílení domácí měny. Z lednových 25,532 CZK/EUR se kurz propadl až na hodnotu 24,676 CZK/EUR. Kromě koruny však posilovaly i ostatní měny, což bylo dáno pozitivním vnímáním politiky Evropské centrální banky a rovněž přijatými opatřeními, které měly za cíl vyřešit dlouhodobé potíže Řecka, jež se tou dobou už několik let potýkalo s nebývale vysokým zadlužením, uvádí ČNB (2012c).

V případě druhého čtvrtletí byl vývoj směnného kurzu české koruny vůči euru zcela opačný. Domácí měna depreciovala, přičemž rozdíl mezi její průměrnou dubnovou a červnovou hodnotou činil více než 80 haléřů. Začátkem léta bylo na nákup jednoho eura potřeba vynaložit 25,641 Kč (ČNB, nedatováno). V Evropě se v případě některých zemí znovu vyrojily obavy o schopnost splácet své dluhy, zejména pak co se týče Španělska a Itálie. Kvůli tomu investoři začali opětovně ztrácet důvěru v jednotnou evropskou měnu. A protože Česká republika je zemí, jejíž zahraniční obchod je orientován především na ostatní státy Evropy, byla spolu s eurem stahována i koruna (ČNB, 2012d).

Záslouhou připravovaných plánů ECB ohledně nákupů krátkodobých dluhopisů vybraných zemí došlo k drobnému oživení všech evropských trhů, což mělo za následek i posilování samotného eura. Ze Zprávy o inflaci IV publikované ČNB (2012e) dále vyplývá, že národní měny zbylých států vně eurozóny nicméně apreciovaly ještě o něco víc, české koruny nevyjímaje. Její průměrný červencový kurz se pohyboval na hranici 25,434 CZK/EUR, srpnový činil 25,020.

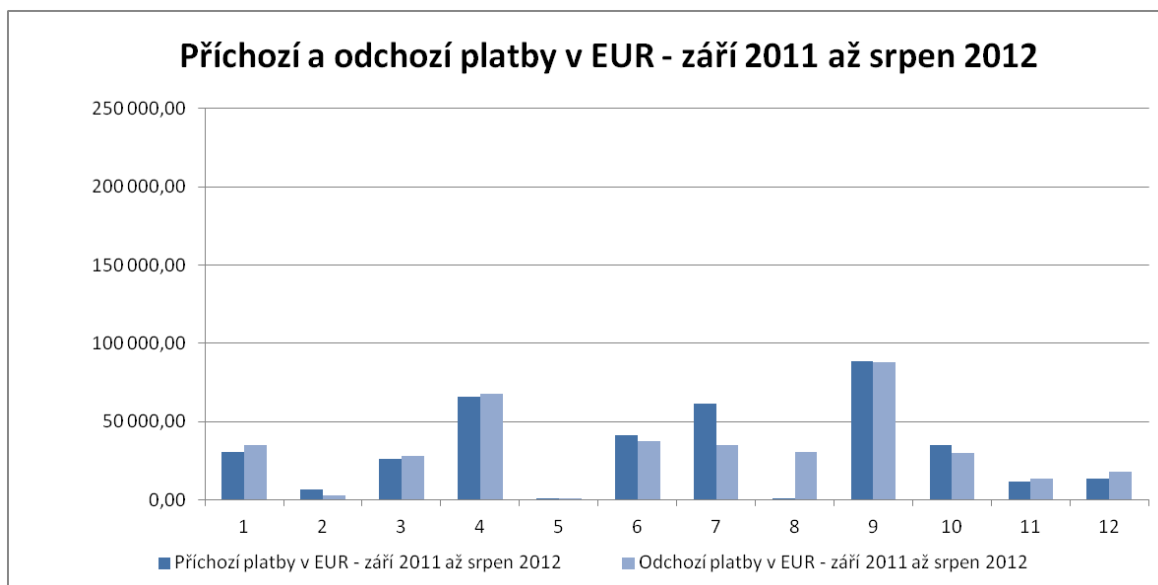


Obr. 7.3: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2011 do srpna 2012

Zdroj: Vlastní zpracování dle www.cnb.cz

V rámci účetního roku 2011 dosahoval zahraniční obchod náhodské tiskárny co do objemu přibližně **stejných hodnot jako v předešlém období**. Celkový rozdíl ve srovnání s uplynulým rokem činil zhruba **100 tisíc eur směrem nahoru**, přepočteno na koruny cca **2,5 milionů**.

Ze zahraničí firma nadále dovážela v polygrafickém průmyslu tolik potřebný výrobní materiál - tedy tiskový papír, mimo tuzemsko naopak směřovalo hned několik menších zakázek pro odběratele z Belgie, Německa či Slovenska.



Obr. 7.4: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2011 do srpna 2012

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů firmy Integraf, s. r. o.

V době mezi zářím roku 2011 a srpnem 2012 koruna oscilovala kolem hranice 25 Kč za euro. Z dlouhodobého hlediska si nicméně vůči evropské měně **pohoršila** a to přibližně o 60 haléřů (ČNB, nedatováno). Z této skutečnosti mohli těžit zejména exportéři, neboť v důsledku nižší ceny českých výrobků vzrostla zahraniční poptávka, což se pozitivně promítlo v tržbách jednotlivých vyvážejících firem.

Náchodský Integraf si podobně jako v předchozím účetním roce udržoval **vyrovnanou platební bilanci**, rozdíl v celkových částkách byl minimální. Konkrétně pak činil pět tisíc eur ve prospěch odchozích plateb. Na tomto místě je každopádně nutné připomenout jednu podstatnou věc, a sice že strana „má dáti“ je do jisté míry zkreslena příchozími platbami, které nejsou ničím jiným než nákupy deviz, jež firma uskutečnila ve chvíli, kdy měla na svém účtu nedostatek cizí měny. Nedá se proto říct, že by rozdíl mezi velikostí dovezené a vyvezené produkce činil již zmíněných 5 tisíc eur, nikoliv. Objem importů byl v případě náchodské tiskárny o poznání **větší** než objem exportů, a tudíž depreciace české koruny společnosti v tomto ohledu lehce **uškodila**.

7.3 Účetní rok 2012

V závěru roku 2012 česká měna oscilovala kolem hodnoty 25 Kč za jedno euro. Jedním z důvodů, proč v tomto období vykazovala pokles, bylo – byť jen z krátkodobého hlediska

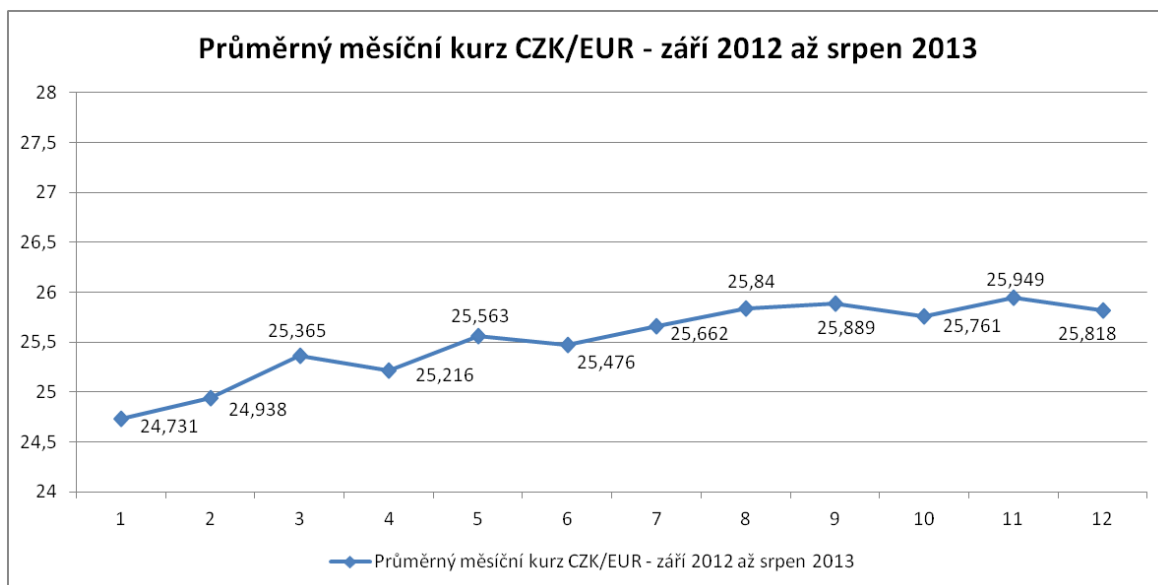
– prohlášení guvernéra České národní banky Miroslava Singera, který poprvé nastínil možnost případných **devizových intervencí** s cílem navýšit její kurz vůči euru (ČNB, 2012e). V prosinci bylo podle údajů ČNB (nedatováno) možné jedno euro pořídit průměrně za 25,216 Kč.

Ve srovnání s posledním kvartálem roku 2011 si česká ekonomika citelně pohoršila. Její pokles činil 1,7 % a zapříčinily se o to zejména klesající spotřeba domácností a rovněž pokles fixních investic, ostatní složky tvořící HDP působily kladně (ČNB, 2013b).

V úvodu roku 2013 koruna pokračovala ve svém oslabování vůči jednotné evropské měně. To bylo dáno zveřejněním nepříznivých informací ohledně vývoje české ekonomiky a dále pak již zmíněným prohlášením guvernéra České národní banky (ČNB, 2013a). Na konci prvního kvartálu se kurz zvýšil až na hodnotu 25,662 CZK/EUR.

V rámci druhého trimestru se česká měna udržovala víceméně na stejné úrovni. Oscillovala kolem hranice 25,8 Kč za jedno euro (ČNB, nedatováno). Ekonomika jako celek se pak navzdory dřívějším prohlášením předpovídajícím růst nadále propadala. Její meziroční pokles pak konkrétně činil 2,4 %, potvrdila ČNB (2013c) ve své Zprávě o inflaci III.

Co se týče červencových a srpnových hodnot, žádný výrazný výkyv ať už jedním či druhým směrem zaznamenán nebyl. Euro se v průměru prodávalo za 25,949 Kč, respektive 25,818. Pozitivní zprávou nicméně bylo, že české hospodářství začalo vykazovat první známky oživení, alespoň pokud jde o srovnání s předcházejícími měsíci. Nejvýkonnější složkou hrubého domácího produktu, jak vyplývá z údajů ČNB (2013d), byly čisté vývozy.

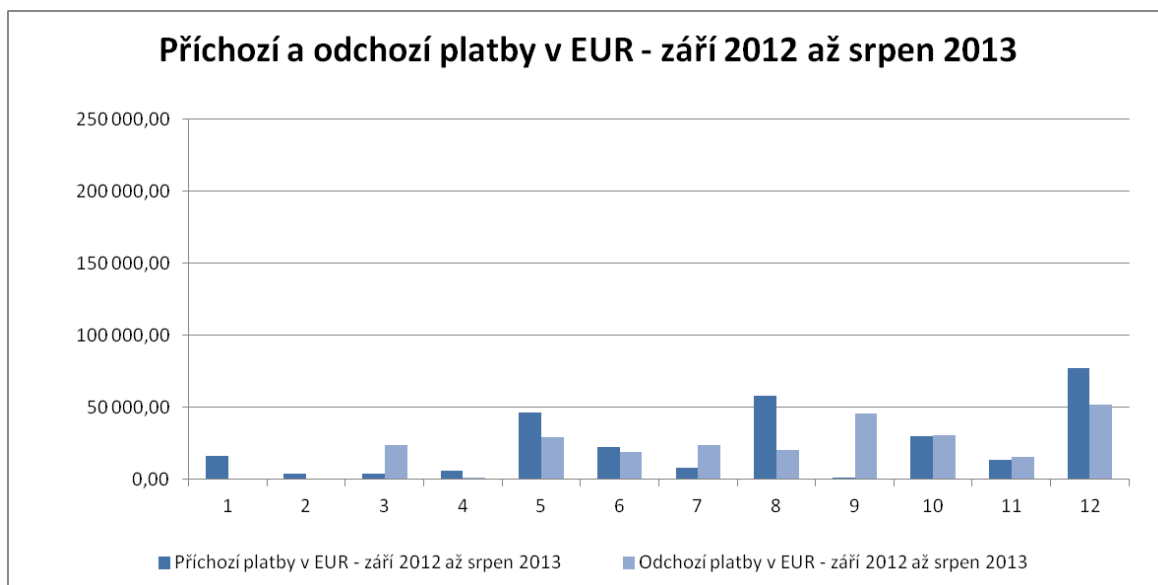


Obr. 7.5: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2012 do srpna 2013

Zdroj: Vlastní zpracování dle www.cnb.cz

V rámci účetního roku 2012 zaznamenal zahraniční obchod firmy Integraf **znatelný propad**. Ve srovnání s předešlým obdobím byl jeho celkový objem o více než čtvrtinu menší.

Na straně odchozích plateb tvořily hlavní položku obligátní nákupy tiskového papíru, co se týče exportu společnosti, zde vyčnívaly tři relativně velké obchody s partnery ze sousedních zemí – Slovenska a Německa.



Obr. 7.6: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2012 do srpna 2013

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Trend depreciace si koruna udržovala i po celé účetní období 2012, přičemž rozdíl mezi zářím roku 2012 a srpnem 2013 tentokrát činil více než 1 Kč (ČNB, nedatováno). Tento vývoj nebyl pro společnost **nikterak příznivý**, neboť v jejím účetnictví opětovně převládaly výdaje za dovezené zboží nad příjmy ze zahraničí (po odečtení devizových nákupů).

7.4 Účetní rok 2013

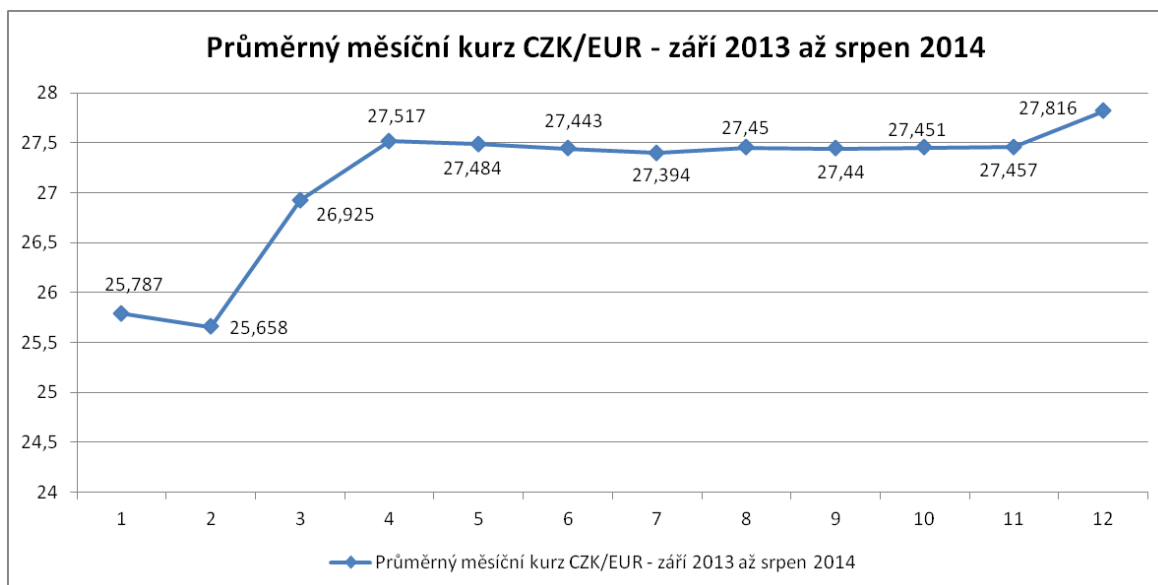
Během posledních čtyř měsíců roku 2013 měla koruna nejprve tendenci mírně apreciovat, za což vděčila rozhodnutí rady České národní banky ze zasedání z konce září, na kterém bylo odsouhlaseno, že se k již několikrát zmiňovaným devizovým intervencím prozatím uchýlovat nebude. Posléze se nicméně tento vývoj **zcela zvrátil** (ČNB, 2013d). Kurz české měny vůči euru vylétl skokově nahoru – v rozmezí posledních dvou měsíců o téměř dvě koruny, přičemž nakonec se zastavil na hranici 27,517 CZK/EUR (ČNB, nedatováno). Důvod tohoto prudkého znehodnocení byl prostý – Česká národní banka totiž na základě rozhodnutí ze 7. listopadu **zahájila devizové intervence**, které měly za úkol zdražit dovážené zboží a zvýšit míru inflace, jež se v té době nacházela hluboko pod stanoveným inflačním cílem ve výši 2 %, připomíná Zpráva o inflaci I publikovaná ČNB (2014a). Centrální banka se zavázala udržovat českou měnu **nad hranicí 27 CZK/EUR**, její

průměrná prosincová hodnota se však vyšplhala až na úroveň 27,517 CZK/EUR. V rámci čtvrtého kvartálu roku 2013 vykázala tuzemská ekonomika poprvé po téměř dvou letech **meziroční růst**, ten činil 1,2 %, na čemž se podle informací ČNB (2014b) podílely všechny složky HDP, negativní vliv měly pouze investice do zásob.

Počínaje novým rokem se ve vývoji směnného kurzu nic zásadního neodehrálo. Centrální banka nadále držela svůj závazek bránit posilování koruny pod hranici 27 Kč za euro, avšak k žádným intervencím se tentokrát uchýlovat nemusela, neboť se její hodnota stabilně pohybovala kolem 27,4 CZK/EUR.

V rámci druhého kvartálu byly rozdíly ve fluktuaci kurzu minimální. Zatímco v dubnu se evropská měna obchodovala v průměru za 27,450 Kč, v květnu to bylo za 27,440, v červnu pak 27,451 (ČNB, nedatováno). Pozitivní byly nicméně zprávy o celkovém vývoji české ekonomiky. Ta zrychlila tempo svého meziročního růstu na 2,5 %, a nebýt záporného příspěvku ze strany čistých vývozů, mohlo toto číslo být ještě o něco vyšší.

Ke značnému výkyvu kurzu domácí měny vůči euru došlo až v měsíci srpnu, tehdy koruna oslabila na 27,816 CZK/EUR (tamtéž). Zasloužily se o to dvě významné události. Tou první bylo rozhodnutí České národní banky neukončit devizové intervence dříve než na počátku roku 2016, druhou vyhrocení konfliktu na východní Ukrajině, které vyvolalo hospodářské sankce jak ze strany Západu, tak Ruska. A protože Česká republika do těchto východoevropských zemí vyvážela zhruba 5 % celé své produkce směřující do zahraničí, projevil se to negativně i na kurzu tuzemské měny, vysvětluje ČNB (2014c).

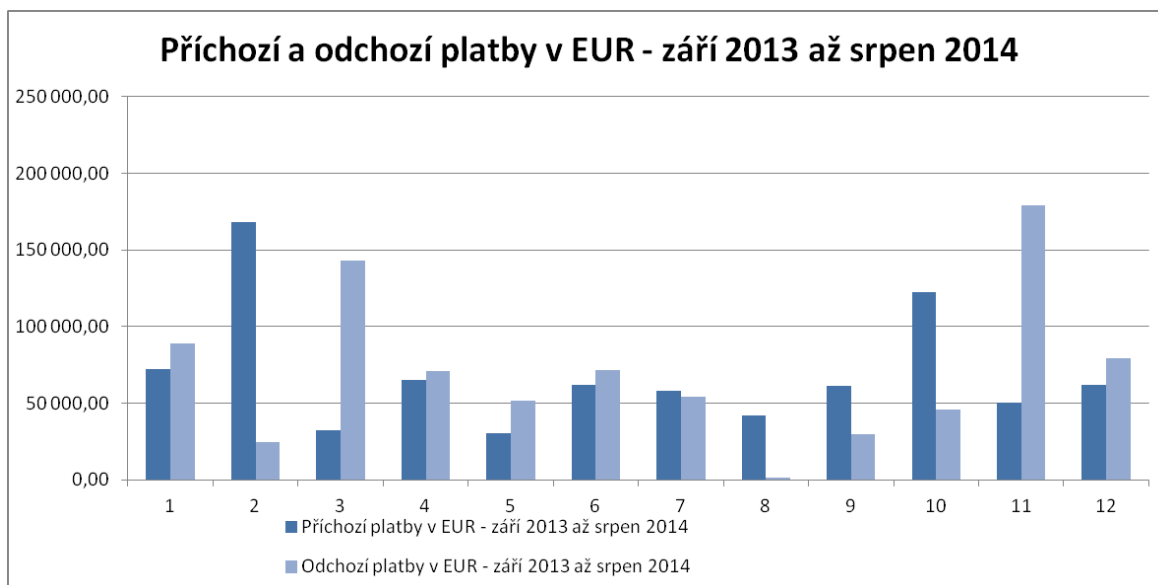


Obr. 7.7: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2013 do srpna 2014

Zdroj: Vlastní zpracování dle www.cnb.cz

Účetní rok 2013 s sebou přinesl v rámci zahraničního obchodu společnosti nástup nového trendu. Na základě meziročního srovnání totiž došlo k více než **trojnásobnému navýšení** celkového objemu, konkrétně pak z hodnoty 14 milionů Kč na více než **45**.

Významnou měrou se na této skutečnosti podílel realizovaný obchod s partnerem z Německa oceněný na několik milionů korun. Na straně importu opět dominoval nákup výrobního materiálu v podobě tiskového papíru.



Obr. 7.8: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2013 do srpna 2014

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Změna měnové politiky centrální banky koncem roku 2013 představovala pro všechny tuzemské importéry, kteří nebyli proti výkyvu měnového kurzu nikterak zabezpečeni, **velké komplikace**. Česká měna tehdy bezprostředně po zahájení devizových intervencí vůči euru oslabila ze dne na den o více než 1 Kč, přičemž v následujících dnech a měsících toto oslabování pokračovalo. V kontextu celého účetního období 2013 si pak pohoršila o celé dvě koruny, což způsobilo dovážejícím firmám nemalé kurzové ztráty (ČNB, nedatováno).

Podobně na tom ostatně byl i náhodský Integraf, neboť i u něj nadále převažovaly odchozí platby do zahraničí nad platbami příchozími. Na druhou stranu je nutné podotknout, že údaje týkající se těchto příchozích plateb již nebyly do takové míry zkresleny prostými nákupy deviz, což svědčí o tom, že se firmě v inkriminovaném období velice dařilo i z pohledu vývozu (celkový rozdíl mezi příchozími a odchozími platbami po odečtení devizových nákupů činil necelých 100 tisíc eur). V případě této společnosti tak byly kurzové ztráty původně způsobené intervencemi ČNB do jisté míry zredukovány.

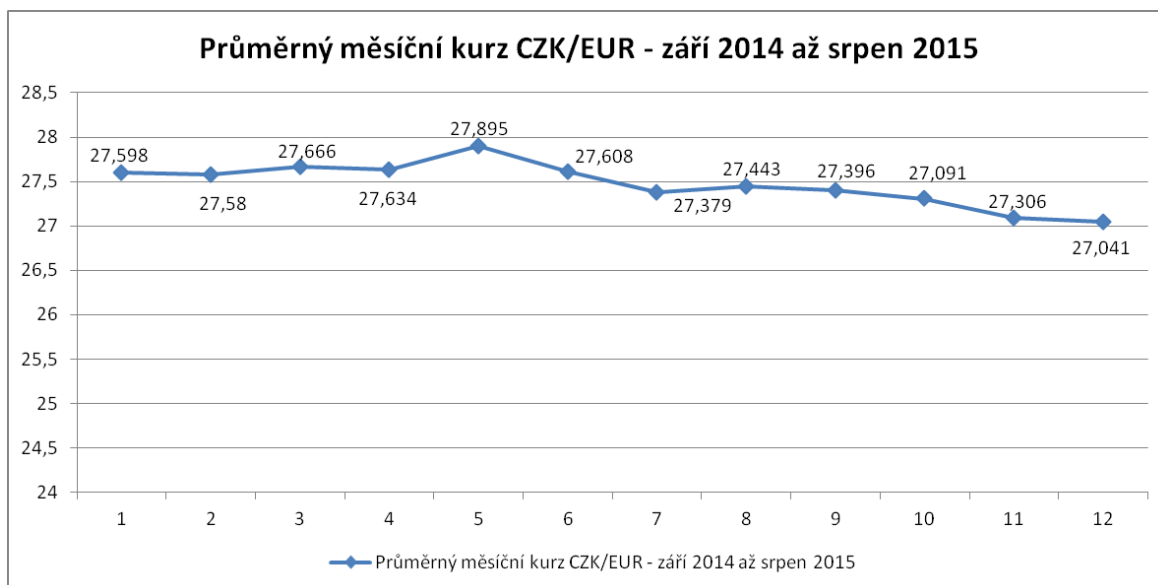
7.5 Účetní rok 2014

V závěru roku 2014 koruna opět mírně posílila. Stalo se tak díky zveřejněným informacím o pozitivním vývoji české ekonomiky. Ta během uplynulého období totiž dosáhla

značného růstu. Příznivý byl i vývoj na trhu práce, neboť nezaměstnanost nadále plynule klesala. Co se týče devizových intervencí, k nim se vzhledem k vývoji kurzu domácí měny Česká národní banka během celého roku uchýlovat nemusela (ČNB, 2015a).

V lednu uplynulého roku se směnný kurz české koruny oproti euru ve srovnání s předchozím měsícem znatelně zvýšil. Evropská měna se tehdy v průměru obchodovala za částku 27,895 Kč, což bylo o 0,261 Kč více než v prosinci 2014 (ČNB, nedatováno). Na finančních trzích panovalo přesvědčení, že v důsledku získaných informací ohledně hrozící deflace v České republice rozhodne ČNB o navýšení svého kurzového závazku nad hranici 27 CZK/EUR. Tyto obavy se nicméně záhy ukázaly být jako zbytečné, neboť centrální banka vyhlásila výjimku z plnění inflačního cíle na hranici 2 %, jelikož tato téměř nulová inflace byla způsobená pozitivním nabídkovým šokem v podobě poklesu cen ropy, a nikoliv nedostatečnou poptávkou jako v roce 2013. Jak připomíná ČNB (2015b), česká ekonomika navíc již několik měsíců vykazovala hospodářský růst, zatímco ve zmíněném roce 2013 čelila depresi. Díky těmto komentářům se tak směnný kurz ještě v průběhu prvního kvartálu vrátil na hodnotu kolem 27,4 Kč za euro.

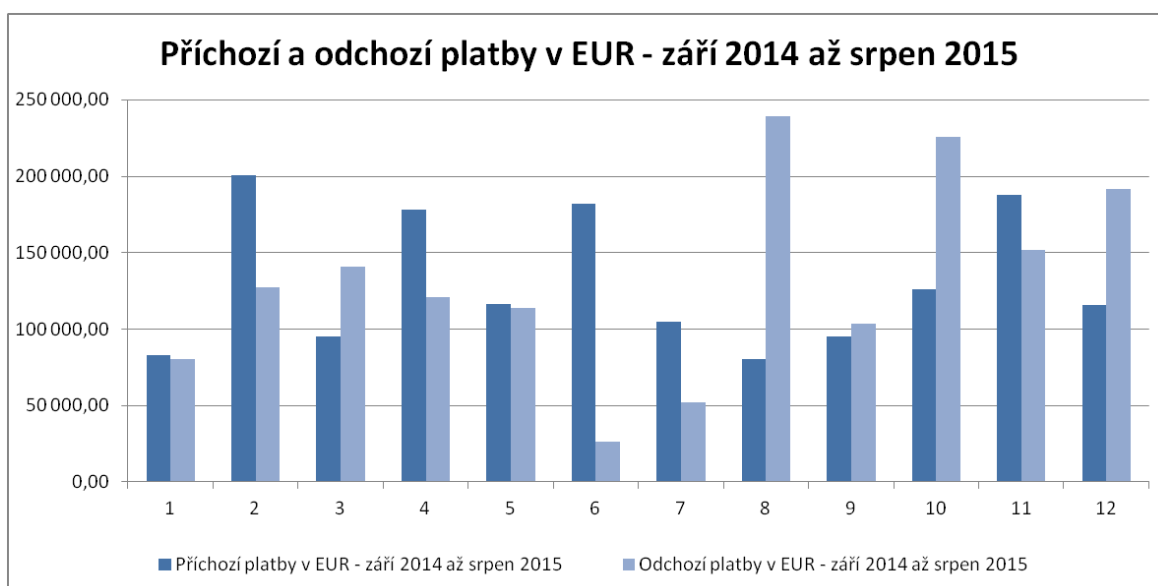
Na přibližně stejné hranici se pak česká měna pohybovala i během následujících tří měsíců. Žádné významnější výkyvy ať už jedním či druhým směrem zaznamenány nebyly. V červenci již ovšem vypadala situace na devizovém trhu s korunou trochu jinak. Česká měna posílila na průměrných 27,091 CZK/EUR, což bylo dle analytiků dáno vyšší mírou inflace, než jaká byla původně očekávána, a příznivými informacemi o stavu tuzemské ekonomiky. Kulminující dluhová krize Řecka a jeho čím dál reálnější odchod z eurozóny (alespoň v kontextu inkriminovaného období) naopak žádný větší negativní vliv na vývoj směnného kurzu české koruny vůči euru neměly (ČNB, 2015c). V druhé polovině července posléze Česká národní banka poprvé od konce roku 2013 intervenovala na devizových trzích ve snaze udržet korunu nad hranicí 27 Kč za euro. S kurzem jako takovým se nicméně nic výraznějšího nestalo, v srpnu minulého roku se evropská měna průměrně obchodovala za 27,041 Kč (ČNB, nedatováno).



Obr. 7.9: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období od září 2014 do srpna 2015

Zdroj: Vlastní zpracování dle www.cnb.cz

Také během účetního období 2014 doznal zahraniční obchod náhodské firmy citelného nárůstu. Vůči minulému roku byla celková suma téměř dvojnásobně vyšší, přičemž hlavní faktory podílející se na tomto faktu zůstaly vesměs stejné. Jedinou výjimku představovala položka týkající se výzkumu a vývoje metody na ochranu tiskovin a cenin STOKES, za níž firma svému zahraničnímu partnerovi zaplatila částku pohybující se v milionech korun.



Obr. 7.10: Příchozí a odchozí platby v EUR v období od září 2014 do srpna 2015

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Měnový kurz koruny vůči euru doznal v období od září 2014 do srpna 2015 zcela opačného vývoje ve srovnání s předešlým účetním rokem. Koruna měla tendenci **dlouhodobě posilovat**, přičemž celkový rozdíl mezi začátkem a koncem sledovaného období činil přibližně -0,5 Kč (ČNB, nedatováno).

Pro Integraf coby firmu, v rámci jejíhož zahraničního obchodu převládá na základě dostupných údajů spíše import, byla tato skutečnost **pozitivní zprávou**. V účetním období 2014 činil objem odchozích plateb přibližně 1 570 tisíc eur, příchozí platby dosáhly po odečtení devizových nákupů výše 1 482 tisíc eur, společnost tudíž během uplynulého účetního roku byla ohroženější případným oslabováním české koruny, posilování naopak hrálo v její prospěch.

8 Intervence ČNB

V předcházejícím textu bylo hned několikrát zmíněno slovní spojení ‚devizové intervence‘. Tento odborný termín hraje v kontextu zaměření této diplomové práce poměrně významnou roli, a proto je nyní na čase mu věnovat trochu větší pozornost.

Centrální banka využívá k plnění svého primárního cíle, kterým je **udržování cenové stability**, různé měnově-politické nástroje. **Měnový kurz**, respektive devizové intervence jsou jedním z nich. Mezi další patří **operace na volném trhu (repo operace)**, **automatické facility**, **mimořádné facility** či **povinné minimální rezervy** (ČNB, nedatováno).

Cenová stabilita je vyjádřena plněním takzvaného inflačního cíle, jenž ČNB stanovila na úrovni **2 %**. Vzhledem k charakteristice české ekonomiky, která je považována za malou a otevřenou a navíc disponuje přebytkem likvidity v rámci svého bankovního sektoru, je podle expertů centrální banky použití devizových intervencí ve snaze dosáhnout vytyčeného inflačního cíle tím neúčinnějším z výše popsanych měnově-politických nástrojů, tím spíš když jsou základní úrokové sazby v podstatě nulové, podotýká ČNB (nedatováno).

Po splasknutí hypoteční bubliny a následném období celosvětové recese se česká ekonomika začala na přelomu let 2013 – 2014 postupně zotavovat, spotřeba domácností však byla nadále na poměrně nízké úrovni, což mělo za následek snížení úrovně cenové hladiny, která dle názorů mnohých ekonomů mohla vyústit v deflaci. Ve snaze tomuto nežádoucímu efektu předejít proto musela centrální banka rychle zareagovat. **7. listopadu 2013** tudíž bylo na zasedání Rady ČNB rozhodnuto o zahájení devizových intervencí. Tyto intervence měly znehodnotit kurz české koruny vůči euru na úroveň ‚**poblíž**‘ **27 CZK/EUR**, čímž by došlo ke zdražení dovážené produkce, což mělo posléze vyvolat kýžený **růst cenové hladiny**. K růstu cenové hladiny by přitom došlo ze dvou hlavních důvodů. Jednak v důsledku skutečnosti, že by všem českým firmám a podnikům, jejichž produkce je závislá na meziproduktech ze zahraničí, vzrostly výrobní náklady, a jednak v důsledku přeměrování poptávky domácností na tuzemské zboží, díky čemuž by čeští výrobci dostali možnost zdražit ceny své produkce. Depreciace koruny měla zároveň

pomoci tuzemským exportérům, jejichž zboží by se za hranicemi stalo levnějším, a tedy i žádanějším (tamtéž).

Jak již bylo řečeno, ČNB se v rámci těchto intervencí zavázala držet kurz české měny ‚poblíž‘ hranice 27 CZK/EUR, přičemž v případě, že by se na devizovém trhu objevily tlaky, které by tuto hodnotu snižovaly, byla a je centrální banka **připravena automaticky zareagovat**, a to navíc ve zcela neomezené výši, neboť je to právě ona, kdo českou měnu vydává. Nastane-li tato situace, pak ČNB začne nakupovat devizové rezervy, tedy konkrétní zahraniční měnu, výměnou za české koruny, díky čemuž se do oběhu dostane větší množství tuzemské měny, vznikne převis její nabídky nad poptávkou, který bude následován poklesem její ceny, což v kontextu této problematiky znamená růst směnného kurzu. V případě, že se bude kurz koruny vzdalovat od stanoveného závazku směrem nahoru, **nebude ČNB nikterak zasahovat** a nechá jej vyvíjet na základě působení tržních sil.

Dále je nezbytné podotknout, že zmíněný kurzový závazek může centrální banka **kdykoliv pozměnit**, bude-li se jí zdát, že se ekonomická situace v ČR nevyvíjí tak, jak bylo původně v plánu, tedy že se nadále nedaří naplňovat stanovený inflační cíl a předejít hrozbě deflace, zdůrazňuje ČNB (nedatováno). V rámci současných intervencí nicméně k žádné změně kurzového závazku prozatím nedošlo a nic nenasvědčuje ani tomu, že by se tak mělo stát v blízké budoucnosti.

Úmyslné ovlivňování kurzu české koruny vůči euru bude, respektive má pochopitelně vliv i na její kurz vůči ostatním měnám. Kurz koruny oproti americkému dolaru z poměrně velké části závisí na vývoji kurzu eura vůči dolaru, a tak ČNB musí v rámci těchto intervencí brát rovněž ohled na měnové politiky Evropské centrální banky a amerického Federálního rezervního systému (Fed).

Jak již bylo řečeno, intervence na devizových trzích započala ČNB koncem roku 2013 na základě rozhodnutí své bankovní rady ze 7. listopadu. Ještě téhož dne kurz české koruny vůči euru vyletěl skokově nahoru z částky **25,785 CZK/EUR** na **26,850 CZK/EUR** (ČNB, nedatováno).

Podle dostupných informací tehdy stál Českou národní banku tento devizový zásah přibližně **200 miliard korun**. Po pár dnech od zahájení intervencí se kurz přehoupl přes

hranici 27 Kč za jedno euro a v období kolem Vánoc dosahoval hodnoty kolem 27,5 CZK/EUR.

V roce 2014 žádných intervenčních zásahů ze strany ČNB potřeba nebylo. Kurz české měny vůči euru byl udržován tržně a to poblíž posledně zmíněné hranice. Další monetární expanze přišla až v loni v červenci. Koruna se tehdy dostala ‚nebezpečně‘ blízko stanovenému kurzovému závazku, a tak se centrální banka rozhodla zakročit. Druhá intervence na devizových trzích ji přišla na **28 miliard Kč**, v srpnu a v září musela vynaložit dalších **100**, respektive **63 miliard**, uvádí ČT24 (2016a).

Měsíc říjen se obešel bez intervencí, to samé však již neplatilo o listopadu a prosinci. V závěru roku musela ČNB ve snaze udržet kurz koruny vůči euru nad hranicí 27 CZK/EUR nakoupit devizové rezervy nejprve za **10 miliard korun**, posléze za zhruba **42 miliard**.

Podle informací ČT24 (2016b) pak z pohledu celkové sumy přišlo Českou národní banku prozatímní účinkování na devizových trzích na částku přibližně **440 miliard Kč**.

Co se týče doby trvání aktuální měnové politiky centrální banky, ta byla v rámci uplynulých dvou let hned **několikrát pozměněna**. Původní odhady počítaly s ukončením na **počátku roku 2015**. Tento termín byl posléze změněn na období kolem **ledna 2016**, následně se začalo spekulovat o **polovině roku 2016**, kdy má dojít k **obměně několika členů Bankovní rady ČNB včetně samotného guvernéra**, jímž je v současnosti **Miroslav Singer**. Začátkem února pak centrální banka vydala zprávu, podle níž nebudou devizové intervence ukončeny dříve než v **první polovině roku 2017**, neboť se současná inflace i nadále nachází pod stanoveným inflačním cílem ve výši 2 % (ČT24, 2016c).

9 Návrh řešení

V minulých částech této diplomové práce bylo popsáno, jak se náhodská společnost v současné době zabezpečuje proti riziku kurzových výkyvů, a rovněž byl blíže zanalyzován vývoj jejího zahraničního obchodu za několik posledních účetních období.

Z této analýzy pak jasně vyplývá, že pokud jde o její zahraničně-obchodní působení, lze hovořit o poměrně významném nárůstu, zejména pak v posledních dvou letech. Zahraničí se pro firmu Integraf stává nepostradatelnou součástí její celkové obchodní aktivity a jeho vliv na konečný výsledek hospodaření se bude každým dalším rokem navyšovat.

Ve srovnání s počátkem sledovaného období, tedy účetním rokem 2010, se objem **příchozích plateb** ze zahraničí zvýšil o **384 %** z původních **320 tisíc eur (8 000 000 Kč)** na **1,5 milionů eur (43 000 000 Kč)** v roce 2014. V případě **odchozích plateb** to bylo o **367 %** z částky lehce převyšující hodnotu **330 tisíc eur** na rovněž **1,5 milionů eur**. Narostl také počet plateb pohybujících se v intervalu mezi 10 až 50 tisíci eur. Takovou sumu v roce 2010 společnost inkasovala celkem šestkrát, v rámci účetního roku 2014 to bylo již šestatřicetkrát. Do zahraničí náhodská firma na počátku sledovaného období uhradila 18 plateb, na jeho konci 32. Příchozí platby převyšující hodnotu 50 000 eur byly v roce 2010 dvě, předloni sedm, pokud jde o platby odchozí, v roce 2010 nebyla provedena žádná, v součtu za účetní rok 2014 hned dvanáct, jak uvádí následující tabulka 9.1

Tab. 9.1: Vývoj zahraničního obchodu firmy Integraf, s. r. o. v průběhu celého sledovaného období

	EUR	Nárůst/pokles oproti předch. roku (%)	CZK	Nárůst/pokles oproti předch. roku (%)	Počet částek mezi 10 000 - 49 999 eur	Nárůst/pokles oproti předch. roku (%)	Počet částek od 50 000 eur výš	Nárůst/pokles oproti předch. roku (%)
2010	Př. plat.	323 322,75	8 038 962,28	-	6	-	2	-
	Od. plat.	336 753,05	8 378 321,80	-	18	-	0	-
2011	Př. plat.	381 822,86	9 718 421,39	18,09	10	20,89	1	66,67
	Od. plat.	386 715,70	9 856 936,90	14,84	10	17,65	1	-44,44
2012	Př. plat.	285 374,51	7 343 995,12	-25,26	8	-24,43	1	-20,00
	Od. plat.	260 938,21	6 752 032,52	-32,52	13	-31,50	0	30,00
2013	Př. plat.	826 801,00	22 354 056,93	189,72	25	204,39	1	212,50
	Od. plat.	841 315,93	22 824 413,87	222,42	23	238,04	2	76,92
2014	Př. plat.	1 566 053,38	43 085 294,53	89,41	36	92,74	7	44,00
	Od. plat.	1 572 618,31	43 256 986,68	86,92	32	89,52	12	39,13
2014 vs. 2010	Př. plat.	+ 1 242 730,63	+ 35 046 332,25	384	+ 30	-	+ 5	500
	Od. plat.	+ 1 235 865,26	+ 34 878 664,88	367	+ 14	-	+ 12	78

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Tolik tedy co se týče shrnutí dosavadního vývoje zahraničního obchodu náhodské polygrafické společnosti. Nyní je již na čase přistoupit k samotnému jádru této diplomové práce – tedy k otázce, zda je současný způsob zajištění se proti kurzovým rizikům pro firmu dostatečný, či nikoliv.

Po pečlivém prozkoumání všech dostupných údajů a informací přišel autor této práce s následujícím návrhem. **Vzhledem k navyšujícímu se počtu plateb do/ze zahraničí a současně i jejich navyšující se hodnotě bylo vedení společnosti doporučeno začít uvažovat o některé ze standardních forem zabezpečení, které jsou v širokém rozsahu nabízeny běžnými komerčními bankami, například ve formě forwardu či opce.**

Doposud se náhodská firma zajišťovala prostřednictvím takzvaného přirozeného hedgingu. Do jisté míry lze hovořit i o časování plateb a změně struktury aktiv a pasiv, jak již bylo vysvětleno v předcházejících částech této diplomové práce. Žádných jiných nástrojů nicméně společnost již nevyužívala.

Ke zbylým interním metodám zabezpečení, které zde nebyly vyjmenovány, lze dodat zhruba následující. Společnost má několik zahraničních partnerů, s nimiž obchoduje v britských librách, respektive amerických dolarech, tyto obchody však čítají jen velmi malý zlomek všech firemních aktivit za hranicemi České republiky, a tudíž o **měnové diverzifikaci** jako takové hovořit nelze.

Netting, neboli vzájemné započítávání závazků a pohledávek Integraf realizuje, ovšem jen s odběrateli, respektive dodavateli sídlícími v tuzemsku, a tak se o nástroj sloužící k zajištění se vůči kurzovému riziku v tomto případě nejedná.

Úprava kupních smluv dnes už není tolik využívanou formou zabezpečení, jako tomu bývalo v minulosti, a to zejména z důvodu sílící konkurence. Firmy musí být při vyjednávání o tom, za jakých podmínek se daný obchod uskuteční, střízlivější, neboť se zpravidla vždy najde někdo jiný, od něhož lze inkriminovaný výrobek či službu nakoupit, případně prodat. Takovéto výsady si mohou v dnešní době dovolit jen ty nejdůležitější podniky a korporace, které v rámci daného trhu zaujímají silnou oligopolní, či dokonce monopolní pozici. A mezi takové se náhodský Integraf neřadí.

S narůstajícím objemem a velikostí částek jednotlivých obchodů se zahraničím mohou nicméně i minimální výkyvy směnného kurzu koruny vůči euru znamenat poměrně velké rozdíly, co se týče skutečně realizovaných příjmů, respektive výdajů. To dokazuje i tabulka 9.2, v níž jsou zaznamenány vybrané uskutečněné příchozí a odchozí platby během celého sledovaného období, které jsou dále porovnány se situací, při níž by došlo k hypotetickému vychýlení aktuálního měnového kurzu o 0,1 Kč.

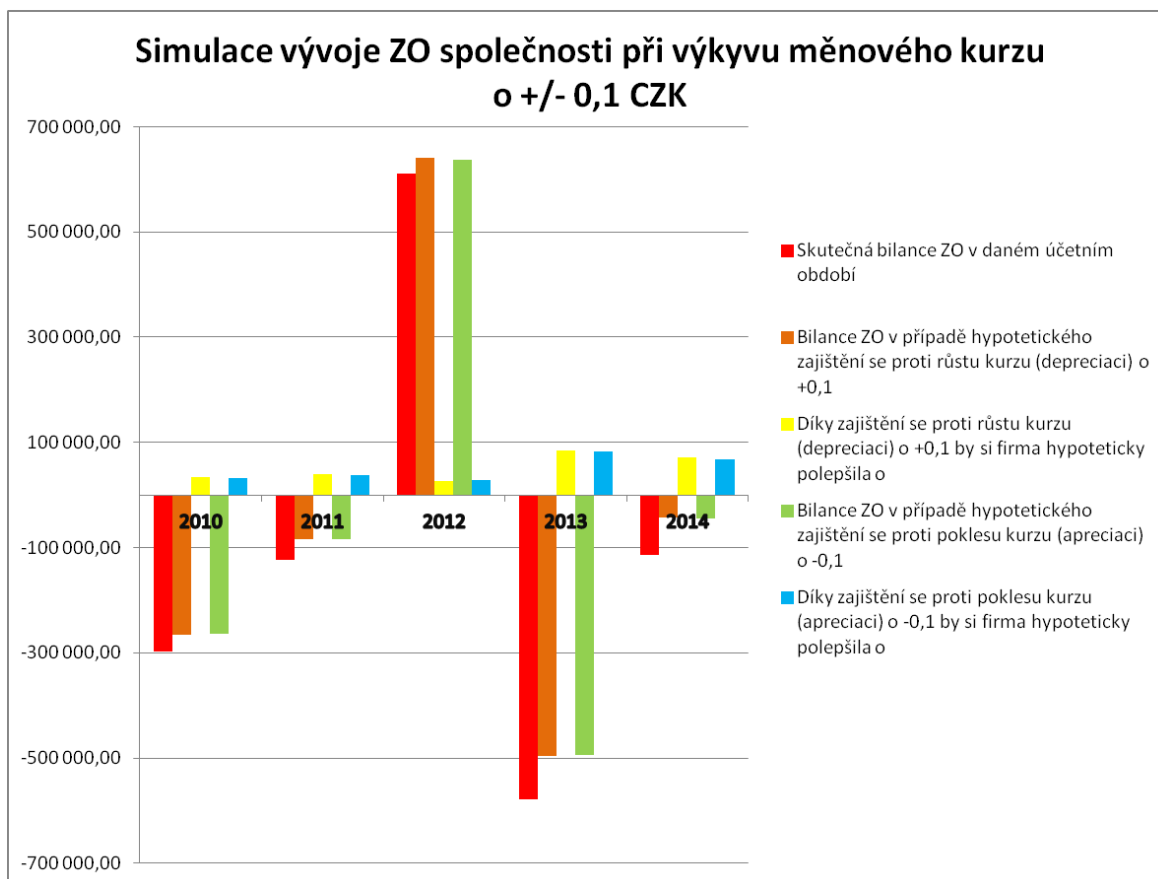
Tab. 9.2: Výše vybraných příchozích a odchozích plateb po hypotetické depreciaci CZK

Typ platby	Účetní období	Částka v EUR	Aktuální kurz	Částka v CZK	Hyp. hodnota platby v případě depreciace kurzu o 0,1 CZK	Rozdíl v CZK
příchozí	II.14	54880,95	27,475	1507854,1	1513342,2	5488,1
příchozí	V.14	72431,52	27,79	2012871,94	2020115,09	7243,15
odchozí	IX.14	86429,96	27,355	2364291,56	2372934,55	8642,99
odchozí	XI.13	123159,85	27,48	3384432,68	3396748,66	12315,98
příchozí	II.13	153078,31	25,745	3941001,09	3956308,92	15307,83

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Typická platba o výši kolem **50 tisíc eur** činí při vychýlení měnového kurzu o **0,1 Kč** potenciální rozdíl **5 tisíc Kč**. To na první pohled možná nepředstavuje až tak vysokou částku, je zde však nutné podotknout, že takovýchto plateb realizuje společnost během daného účetního období hned několik, a tudíž by konečná hodnota zmíněného rozdílu byla potenciálně mnohonásobně vyšší.

O tom ostatně svědčí i následující simulace, která zohledňuje **sumy bilancí zahraničního obchodu společnosti v rámci všech pěti sledovaných období** a porovnává je se situacemi, při nichž by došlo k hypotetickým výkyvům kurzu o 0,1 Kč jedním či druhým směrem.



Obr. 9.1: Simulace vývoje zahraničního obchodu společnosti při výkyvu měnového kurzu o +/-0,1 CZK

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů firmy Integraf, s. r. o.

Došlo-li by ke zmíněné změně směnného kurzu ve chvíli, kdy by firma nebyla proti tomuto riziku nikterak zabezpečena, mělo by to na bilanci jejího zahraničního obchodu dvojí efekt, a sice jak **pozitivní**, tak **negativní**.

Pro společnost, u které **převládají dovozy nad vývozy**, je růst měnového kurzu, tedy depreciace, jevem **nežádoucím**. Za importované zboží totiž musí platit stále větší částky vyjádřené v domácí měně, takže narůstá i saldo odchozích plateb, což pochopitelně ve výsledku zhoršuje bilanci celého zahraničního obchodu. Na druhou stranu je ale potřeba zohlednit i skutečnost, že díky depreciaci realizuje firma **vyšší příjmy za výrobky do zahraničí vyexportované**, takže je tato kurzová ztráta do jisté míry **zredukována**.

Čistě teoreticky by se nicméně dalo výkyvu měnového kurzu využít a celkovou bilanci zahraničního obchodu naopak **dokonce vylepšit**. Stalo by se tak ve chvíli, když by společnost byla proti fluktuaci kurzu (v tomto případě proti depreciaci) zajištěna,

respektive když by si v takovémto případě sjednala možnost nakupovat od banky cizí měnu za původní (nižší) kurz, nikoliv za kurz aktuální (vyšší). Za zcela teoretického předpokladu, že by se firmě podařilo takovýto kontrakt sjednat, by růst průměrného měsíčního kurzu o zmíněných 0,1 Kč v rámci **účetního období 2010** znamenal zlepšení bilance zahraničního obchodu společnosti o **33 tisíc Kč** (žlutý sloupec). Při apreciaci o 0,1 Kč by byl výsledek víceméně totožný, společnost by se však tentokrát nezajišťovala ve chvíli, když by eura od banky nakupovala, nýbrž když by je bance prodávala (modrý sloupec).

Obdobným způsobem lze pochopitelně postupovat i v rámci dalších účetních období. **V roce 2011** činila skutečná bilance zahraničního obchodu náhodského Integrafu **-123 tisíc Kč**. Depreciace české koruny, k níž tehdy docházelo, pro ni tedy příliš příznivá nebyla. Při hypotetické depreciaci o 0,1 Kč a za předpokladu, že by díky zajištění mohla nakupovat eura za původní kurz, by se bilance společnosti zlepšila o přibližně **38 tisíc na konečných -85 000 Kč**.

Rok 2012 byl jediným ve sledovaném období, kdy firma vykázala kladnou zahraničně-obchodní bilanci. Příchozí platby značně převýšily platby ochozí, a to konkrétně o **611 tisíc**, přičemž koruna nadále měla tendenci k depreciaci. Pokud by společnost měla možnost prodávat přijatá eura za vyvezené zboží v kurzu, který by byl průměrně o 0,1 Kč vyšší, než za kolik by tato eura posléze od banky nakupovala, její bilance by se teoreticky vylepšila o **26 tisíc Kč**.

Během posledních dvou analyzovaných let došlo v rámci zahraničního obchodu náhodského Integrafu, jak již bylo nejednou řečeno, k výrazné expanzi. Celkový objem přijatých a ochozích plateb činil v **roce 2013** více než **22 miliónů Kč** na obou stranách, přičemž bilance se dostala zpět do záporných čísel na hodnotu **-578 tisíc**. Hypotetické znehodnocení měnového kurzu o 0,1 Kč a vhodná forma zabezpečení při nákupu eur za kurz původní by pak znamenaly konečný rozdíl **84 000 Kč**, což je nejvíce za celé sledované pětileté období.

V roce 2014 se pak bilance zastavila na hranici **-113 tisíc**, přičemž pokud by firma postupovala stejně jako v předchozích případech, pak by čistě teoreticky mohla tento výsledek vylepšit o celých **70 000 Kč** na hodnotu **-43 tisíc**.

Na závěr této části je nutné zdůraznit, že se jedná o analýzu, která sice na straně jedné vychází z údajů poskytnutých vedením společnosti, avšak k výše uvedeným simulacím využívá jednak pouze měsíčních průměrných kurzů - které se už samy o sobě mohou lišit od toho, za kolik firma ve skutečnosti daná eura nakupovala/prodávala - a jednak uvažuje s variantou, že by se jí zároveň podařilo odhadnout, jakým směrem se bude směnný kurz v daném roce vyvíjet, a následně se zajistit tak, aby v případě uvažované deprecie vždy mohla zmíněná eura nakupovat o 0,1 Kč levněji, než za kolik by je bance prodávala. Něco takového je samo o sobě v podstatě nereálné, k utvoření představy, jak velký rozdíl na konečnou bilanci zahraničního obchodu může být jen takto malá změna směnného kurzu mít, nicméně dle názoru autora výše uvedená analýza postačuje.

Jak vyplývá z dostupných dat o zahraničně-obchodních aktivitách náhodské tiskárny, úvaha o optimalizaci způsobu zabezpečení vůči riziku vychýlení směnného kurzu je zcela na místě. **S tímto názorem se ostatně ztotožnili jak samotné vedení společnosti, tak firemní bankovní poradce.**

Firma jako taková žádné zkušenosti se zabezpečením pomocí forwardů či jiných derivátů nemá, a proto je potřeba, aby se s nimi nejprve blíže „seznámila“, což pochopitelně vyžaduje jistý čas. Firemní bankovní poradce byl nicméně požádán o zaslání nabídky forwardových kurzů na rok 2016. Vedení společnosti se zajímalo o forwardové kurzy vždy k poslednímu dni daného měsíce, a to jak na nákup, tak i prodej částky 50 000 eur. Zmíněné forwardové kurzy jsou uvedeny v tabulce 9.3.

Tab. 9.3: Nabídka forwardových kurzů České spořitelny na rok 2016

Česká spořitelna	Forwardové body	
	Bid (prodej)	Ask (nákup)
Leden*	27,040	27,040
Únor	27,035	27,041
Březen	27,031	27,041
Duben	27,028	27,041
Květen	27,020	27,041
Červen	27,010	27,041
Červenec	26,995	27,048
Srpen	26,985	27,042
Září	26,972	27,040
Říjen	26,955	27,040
Listopad	26,940	27,040
Prosinec	26,922	27,040
* kurz střed k 17. 2. 2016 dle kurzovního lístku ČS, a. s.		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů České spořitelny, a. s.

V rámci této nabídky by společnost měla povinnost vždy na konci daného měsíce bance prodat (bid), respektive od ní koupit (ask) 50 000 eur přepočtených na české koruny dle příslušného forwardového kurzu. Jednalo by se tedy o kontrakt dlouhodobý, neboť by jí byla vázána po celý rok 2016.

Výše uvedený přehled představuje nabídku forwardových kurzů největší tuzemské banky - alespoň co se počtu klientů týče - České spořitelny (Hovorka, 2015).

Ve snaze poskytnout náhodské společnosti co možná neobjektivnější informace o dostupných způsobech zabezpečení byla o vypracování téže nabídky požádána rovněž Československá obchodní banka. Jí nabízené forwardové kurzy jsou uvedeny v tabulkách 9.4 a 9.5. První tabulka představuje klasický forward, tabulka druhá forward průměrný.

Tab. 9.4: Nabídka forwardových kurzů ČSOB na rok 2016

Měsíc	Forwardové body	
	Bid (prodej)	Ask (nákup)
Leden	-	-
Únor	27,010	27,032
Březen	27,012	27,037
Duben	27,014	27,039
Květen	27,001	27,032
Červen	26,995	37,030
Červenec	26,980	27,027
Srpen	26,974	27,020
Září	26,970	27,010
Říjen	26,945	27,000
Listopad	26,925	26,998
Prosinec	26,905	26,970

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů ČSOB

Tab. 9.5: Nabídka průměrných forwardových kurzů ČSOB na rok 2016

Měsíc	Forwardové body	
	Bid (prodej)	Ask (nákup)
Leden	-	-
Únor	26,980	27,017
Březen	26,980	27,017
Duben	26,980	27,017
Květen	26,980	27,017
Červen	26,980	27,017
Červenec	26,980	27,017
Srpen	26,980	27,017
Září	26,980	27,017
Říjen	26,980	27,017
Listopad	26,980	27,017
Prosinec	26,980	27,017

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních údajů ČSOB

Obě banky nicméně nabízejí rovněž možnost sjednat forwardové kontrakty jednotlivě, tedy přímo na jeden konkrétní obchod, nikoliv rovnou na celý rok. V rámci České spořitelny je podle dostupných informací například možné sjednat forward již na období pouhých tři dnů dopředu. Tato a podobné varianty se pro náhodský Integraf jeví přijatelněji, neboť jak už bylo řečeno, společnost jako taková s touto formou zabezpečení prozatím žádné

zkušenosti nemá, a tudíž by pro ni nebylo vhodné pouštět se okamžitě do uzavírání dlouhodobých kontraktů.

Obě oslovené banky jsou schopny přizpůsobit zajišťovací strategii každému svému klientovi takříkajíc na míru. Tato varianta nicméně vyžaduje osobní konzultaci, v rámci které jsou dohodnuty konkrétní podmínky, jež se liší v závislosti na představách jednotlivých zákazníků. A z tohoto důvodu zde tedy nemůže být podrobněji nastíněna.

Forwardové kontrakty samozřejmě nejsou jedinou formou zabezpečení, kterou komerční banky nabízejí. Těch je, jak již bylo několikrát řečeno, celá škála. Pro podnik, jenž nemá s externími metodami zajištění se vůči kurzovému riziku žádné zkušenosti, každopádně představují dvě nezpochybnitelné výhody. Jejich sjednání je **zcela zdarma**, a co je možná ještě důležitější – i pokud by se nakonec ukázalo, že kvůli uzavření takového kontraktu společnost nakonec vykázala (všeobecně přijatelnou) kurzovou ztrátu, může být tato ztráta do jisté míry kompenzována skutečností, že tak byla alespoň schopna v důsledku zafixování směnného kurzu přesně **určit své budoucí výnosy/náklady** spojené s konkrétní zakázkou, což se pozitivně projeví při **plánování firemního cash-flow** na dané období.

Celý tento mechanismus nicméně funguje i v opačném směru. Ve snaze zvolit co možná nejvhodnější způsob zajištění se vůči hrozbě v podobě negativního vývoje měnového kurzu musejí mít manažeři k dispozici co nespolehlivější informace o budoucích příjmech, respektive výdajích podniku. A nastalá situace v případě náhodského Integrafu je toho zářným příkladem. Firma si vyžádala (zatím jen pro orientaci) nabídku forwardových kurzů vždy k poslednímu dni měsíce na částku 50 tisíc eur, a to jak na jejich nákup, tak prodej. V současné chvíli tudíž není s to určit, zda by nakonec ona eura od banky nakupovala, či je naopak bance prodávala. Jakmile se vedení společnosti dostanou do rukou spolehlivé informace o budoucích finančních tocích podniku, bude mít firma v této otázce zcela jasno.

Další hojně využívanou možností v případě středně velkých podniků bývají takzvané **opce**. Jak Česká spořitelna, tak ČSOB sjednání opčních kontraktů svým klientům poskytují, během zmíněné konzultace se vedení společnosti nicméně zajímalo především o kontrakty forwardové. Ty v rámci procesu seznamování se s těmito formami zabezpečení proti

kurzovým výkyvům doporučil i firemní bankovní poradce, a tudíž v této diplomové práci byla věnována pozornost především jim.

Během uplynulých let došlo na poli finančních derivátů k velkému vývoji, nabízené zajišťovací nástroje doznaly významných proměn, jak bankovní domy postupně přicházely s novými a čím dál sofistikovanějšími nabídkami ve snaze uspokojit stále náročnější požadavky svých klientů. Zrodily se tak nové formy a odnože derivátů, jejichž charakteristiky jsou směsicí standardních typů.

Zajímavou variantu představují například takzvané **bariérové opční strategie**. V rámci nich obě zmíněné banky nabízejí nástroj, který v sobě na jednu stranu zahrnuje prvky typické jak pro klasický forward, tak i prvky připomínající opci. Pokud jde o forwardový kontrakt, jeho hlavní nevýhoda spočívá především v absenci možnosti podílet na potenciálním příznivém vývoji směnného kurzu. Jakmile je totiž klasický forwardový kontrakt sjednán, je klient povinen bance prodat, respektive od ní koupit stanovenou částku za předem dohodnutý kurz, což pro něj může mít v závislosti na vývoji aktuálního kurzu jak pozitivní, tak negativní důsledky. V případě těchto opčních strategií lze potenciální negativní následky ještě o něco zmírnit, neboť tato odnož jinak běžného měnového derivátu se zprvu ‚chová‘ jako opce, a teprve až od určitého okamžiku se ‚přemění‘ na standardní forward.

V rámci tohoto specifického typu měnového derivátu je důležité sledovat hned čtyři různé kurzy najednou, a sice kurz aktuální, výchozí a resetovaný a takzvanou evropskou bariéru.

Typický importér nakupující zboží v zemi eurozóny se bude chtít zajistit proti depreciaci české měny, zároveň by však chtěl těžit zdarma z případného pozitivního vývoje směnného kurzu, tedy potenciálního zhodnocení koruny vůči euru. Tuto příležitost mu umožní zajištění v podobě opční strategie, přičemž v den splatnosti kontraktu může nastat vždy jedna z následujících tří variant při těchto hypotetických hodnotách jednotlivých kurzů ke dni splatnosti:

výchozí kurz – 27,8 CZK/EUR,

resetovaný kurz – 27,6 CZK/EUR,

evropská bariéra – 27,0 CZK/EUR;

aktuální kurz je vyšší než kurz výchozí, načež má klient právo nakoupit od banky stanovený objem eur za kurz výchozí;

aktuální kurz je nižší než kurz výchozí, ale současně vyšší než evropská bariéra, v takovém případě může importér profitovat na pozitivním vývoji kurzu a nakoupit eura za kurz aktuální;

aktuální kurz je stejný, respektive nižší než evropská bariéra, klient má povinnost nakoupit od bankovního domu devizy za kurz resetovaný.

Analogicky by pochopitelně šlo na pozitivním vývoji směnného kurzu profitovat i v případě, že by klient stál v opačné pozici, tedy v pozici exportéra, který má zájem na tom, aby kurz koruny vůči euru byl co možná nejvyšší a on na svém vyexpedovaném zboží za hranice ČR inkasoval co největší částku přepočtenou v českých korunách.

Nabídky z portfolia ČSOB a České spořitelna mají pochopitelně každá svá specifika, v zásadě se však od sebe nikterak výrazně neodlišují. V případě prvně jmenované banky lze tento nástroj najít pod názvem **Evropský Forward Plus** (ČSOB, 2016), Česká spořitelna jej má označený jako **Beznákladová opční strategie s Evropskou aktivační Knock-in bariérou**, jak vyplývá z interních údajů společnosti.

K výše zmíněným navrhovaným řešením je dále potřeba zmínit ještě jednu věc. Forwardové nabídky, které jsou uvedeny v tabulkách 9.3, 9.4 a 9.5, byly vypracovány na základně spotového kurzu platného v příslušný den, tedy k **17. 2. 2016**. V době publikace této diplomové práce tedy již nejsou aktuální. V případě, že by společnost skutečně měla v úmyslu zmíněný forwardový kontrakt uzavřít, musela by si nechat zpracovat zcela novou nabídku.

Co se týče alternativního návrhu v podobě bariérových opčních strategií, ty zde byly pouze nastíněny, přičemž jednotlivé výše uvedené kurzy byly zvoleny jen pro názornost a snadnější pochopení. Pokud by firma stála o sjednání tohoto typu zajišťovacího prostředku, bylo by zapotřebí provést detailní analýzu za účasti vedení společnosti a jejího bankovního poradce, což však již přesahuje rámec této diplomové práce. K vytvoření hrubé představy o některých možných způsobech zajištění se vůči kurzovému riziku nicméně dle názoru autora výše nastíněné varianty plně postačují.

Ke zbylým externím metodám zabezpečení, na něž se v této části diplomové práci nedostalo, avšak které byly vyjmenovány v předchozích kapitolách, je nezbytné říct následující.

Futures coby forma zajištění na tomto místě nepřichází v úvahu z toho důvodu, že se jedná o nástroj, s nímž se obchoduje na těch nejvýznamnějších světových burzách a který podléhá ze strany těchto burz standardizaci, co se podoby týče. Obchody s futures jsou doménou především velkých nadnárodních korporací, mezi které se náhodský Integraf rozhodně neřadí.

Se **swapy** mimo burzy sice již obchodovat lze, problémem nicméně je, že se jedná o poněkud sofistikovanější formu zabezpečení, než je tomu u typického forwardu. Swap spočívá v uzavření dvojice obchodů, kdy v rámci jednoho společnost bance cizí měnu prodává, při druhém ji naopak kupuje. Z hlediska propočtů a plánování je uzavření swapového obchodu - tak aby na něm firma neprodělala – velice náročnou záležitostí, a tudíž se v případě společnosti, která v tomto oboru nemá příliš mnoho zkušeností, rozhodně nejedná o tu nejideálnější formu zajištění se vůči kurzovému riziku.

Co se týče **opcí**, ty mají oproti forwardům jednu velkou nevýhodu, a sice že za jejich sjednání musí firma bance zaplatit takzvanou opční prémie, která se de facto rovná ceně této opce. Je tedy zřejmé, že ani tato varianta není pro firmu seznamující se s těmito externími metodami zabezpečení ze začátku příliš vhodná, neboť zde existuje alternativa, jež plní stejný účel a je zcela zdarma.

A podobně je tomu i v případě dalšího dříve zmíněného nástroje – **uzavření devizové pozice pomocí služeb finančního trhu**. Při sjednání tohoto typu obchodu hradí společnost bankovnímu domu úroky z úvěru. Část z těchto úroků se jí sice ve výsledku může vrátit zpět, neboť podstatou této formy zabezpečení je v první fázi vypůjčení peněz od banky, přičemž následně má firma na výběr mezi využitím těchto peněz na financování svých obchodních aktivit, či vložením na účet, díky čemuž by mohla potenciálně realizovat výnos opět v podobě úroků. Tento výnos by však pochopitelně byl menší než výdaj, který by musela zaplatit za poskytnutí úvěru, a tudíž se ani v tomto případě nejedná o zcela beznákladovou položku, jako tomu je u forwardu.

Jak již bylo řečeno v předcházejících odstavcích, vedení společnosti i firemní bankovní poradce v zásadě **souhlasí s názorem autora** této diplomové práce, že zahraničně-obchodní aktivity náhodské tiskárny dosáhly takového objemu, kdy je vhodné **začít uvažovat** o některé z tradičních forem zajištění nabízených komerčními bankami. Ovšem aby tak mohlo být učiněno, je nezbytné vzít v potaz ještě jeden velice důležitý faktor, a sice **aktuální měnovou politiku České národní banky**.

V uplynulých měsících panovala mezi podnikateli a ekonomy značná nejistota ohledně dalšího vývoje současných devizových intervencí, jež drží kurz tuzemské měny nad hranicí 27 CZK/EUR. Diskutovalo se především o délce jejich trvání, přičemž podle původních odhadů mělo k jejich ukončení dojít již počátkem roku 2015. Tento termín se postupem času neustále odsouval a odsouvá se i nadále. V době, kdy navrhované řešení bylo konzultováno s vedením společnosti a jejím bankovním poradcem, převládal názor, že zmíněné intervence skončí v polovině roku 2016, kdy má dojít k obměně několika členů Bankovní rady ČNB včetně jejího samotného guvernéra.

Jmenováním členů Bankovní rady ČNB je ze zákona oprávněn prezident České republiky, přičemž jak informuje zpravodajský server ČT24 (2015) a Urbánek (2015), vše nasvědčuje tomu, že by se jím měl stát bývalý ministr financí a předseda vlády Jiří Rusnok.

Podnikatelé, ekonomové, finanční experti a všichni další, na něž mají aktuální intervence ČNB na devizových trzích nějaký vliv, pochopitelně všechny tyto signály pečlivě sledují a formují na jejich základě vlastní očekávání ohledně dalšího vývoje měnového kurzu koruny vůči euru. Ještě v průběhu měsíce ledna se proto spekulovalo, že současná měnová politika centrální banky skončí ve chvíli, kdy dojde k výše zmíněné obměně členů bankovní rady. Z tohoto důvodu se vedení společnosti zajímalo o možnosti zajištění prostřednictvím forwardů v rámci druhé poloviny roku 2016, kdy mělo podle dostupných indicií dojít k opuštění současného kurzového závazku držet českou korunu poblíž hranice 27 CZK/EUR. O pár týdnů později nicméně Česká národní banka vydala prohlášení, ve kterém se nechala slyšet, že vzhledem k přetrvávající nízké hladině inflace, jež se nadále nachází pod stanoveným dvouprocentním cílem, od zmíněných intervencí letos neupustí, jejich ukončení plánuje nejdříve v první polovině roku 2017 (ČT24, 2016).

Tato aktualita pochopitelně ovlivnila i samotné rozhodování vedení společnosti. Vývoj směnného kurzu v rámci několika posledních měsíců žádných zásadních změn vedoucích k nastolení nových trendů nedoznal. Koruna se již od července 2015 drží stabilně v rozmezí 27,02 – 27,1 CZK/EUR a prozatím vše nasvědčuje tomu, že by nastalá situace měla platit i v průběhu roku 2016 (ČNB, nedatováno).

Ačkoliv si tedy vedení náhodské společnosti je plně vědomo, že v důsledku narůstajícího objemu zahraničně-obchodních aktivit pro ni problematika výkyvu měnového kurzu představuje čím dál větší riziko a že spíše dříve než později se k některé - buď přímo z výše navrhovaných, či obdobných - externích metod zajištění bude muset uchýlit, minimálně po dobu trvání devizových intervencí ze strany ČNB tak neučiní.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo zhodnotit stávající řešení problematiky zajištění se proti kurzovým rizikům v případě náhodské polygrafické firmy Integraf, s. r. o. a navržení alternativních metod, které by její aktuální situaci případně vylepšily.

Autor svoji práci rozdělil do dvou základních částí, přičemž k výše zmíněnému vyhodnocení a nabídnutí alternativních návrhů využil nabyté odborné znalosti týkající se dané látky, které podrobně popsal v první z nich. V rámci části druhé posléze tyto poznatky převedl do praxe a aplikoval na konkrétní firmu.

Jak vyplývá z předcházejících stránek, současný systém zabezpečení společnosti, pokud jde o kurzové riziko, se pomalu, ale jistě stává nedostatečným. Její zahraniční obchod se v posledních letech výrazně navýšil, a to jak co se celkového objemu týče, tak i z hlediska velikosti jednotlivých zakázek.

Ke konečné bilanci zahraničního obchodu v rámci jednotlivých účetních let dospěl autor na základě údajů týkajících se přijatých, respektive odchozích plateb společnosti ze/do zahraničí. Tyto výpočty následně ukázaly, že se zahraniční obchod náhodské firmy ve srovnání s počátečním rokem sledovaného období – rokem 2010 – rozrostl o 384 % (v případě přijatých plateb), respektive 367 % (v případě plateb odchozích). V témže roce byly na devizový účet společnosti připsány pouze dvě platby převyšující částku 50 tisíc eur, během účetního období 2014 jich bylo pět. Odchozí platbu, která by byla vyšší než 50 tisíc eur, tehdy náhodský podnik nerealizoval žádnou, v roce 2014 hned dvanáct.

Vzhledem k výši jednotlivých částek pak může každá takováto zakázka být jen při sebemenším výkyvu měnového kurzu společnosti způsobit nemalé ztráty. To ostatně dokazují i provedené simulace, v rámci nichž bylo uvažováno s hypotetickým posílením i oslabením směnného kurzu.

V případě, že by se firmě podařilo sjednat si u některé z bankovních institucí takové podmínky, díky nimž by mohla od této banky nakupovat eura vždy o 0,1 Kč levněji, než za kolik by je bance vzhledem k aktuálnímu vývoji směnného kurzu CZK/EUR prodávala (za předpokladu, že by se jednalo o společnost, u níž by převládal import nad exportem, což je právě případ firmy Integraf, s. r. o.), pak by se bilance jejího zahraničního obchodu

v jednotlivých letech teoreticky vylepšila následovně: o 33 tisíc Kč v roce 2010, 38 tisíc Kč v roce 2011, 26 tisíc Kč v roce 2012, 84 tisíc Kč v roce 2013, respektive 70 tisíc Kč v roce 2014.

Vzhledem ke skutečnosti, že se rozhodně nejedná o žádné zanedbatelné částky, zejména pak v posledních dvou letech sledovaného období, a že tyto cifry mají tendenci spíše nadále růst, navrhl autor této diplomové práce vedení firmy alternativní řešení v podobě zajištění se pomocí některé ze standardních forem zabezpečení nabízených běžnými komerčními bankami.

Tento návrh, k němuž dospěl po pečlivém prostudování dat poskytnutých manažery podniku a osobních konzultacích s odborníky z praxe, byl vedením náhodské tiskárny přijat kladně. Také oni si potřebu přehodnotit stávající způsob zajištění kurzových rizik plně uvědomují, tím spíše když spolupráce firmy s partnery sídlícími mimo Českou republiku se každý rokem čím dál tím více prohlubuje.

Za tímto účelem si firma nechala od České spořitelny a ČSOB zpracovat nabídku, která by ji zavazovala vždy na konci každého měsíce roku 2016 od banky nakoupit, respektive jí prodat (to vše v závislosti na tom, pro kterou alternativu by se vedení společnost nakonec rozhodlo) částku 50 tisíc eur za předem sjednané forwardové kurzy.

O možnost sjednání forwardového kontraktu se firma zajímala především z toho důvodu, že se jedná o nástroj, jenž je ve srovnání s ostatními metodami zajištění kurzového rizika vhodný i pro podniky, které v tomto ohledu nemají příliš zkušeností. Na druhém konci této pomyslné škály se naopak nacházejí swapy – ty manažerům společnosti nebyly doporučeny právě proto, jelikož představují o poznání sofistikovanější nástroje, které se neobejdou bez detailních a poměrně náročných analýz, jež vyžadují ze strany vedení firmy letitou praxi. S futures se pro změnu obchoduje výhradně na těch největších světových burzách, které jsou pro náhodský Integraf nedosažitelné. Opcím nebylo vedení nakloněno zejména proto, že v takovém případě by bylo nutné uhradit takzvanou opční prémii, což by pro firmu v tuto chvíli představovalo ve srovnání s forwardy, které jsou bankami poskytovány zdarma, zbytečné dodatečné náklady. A obdobná situace by nastala i v případě uzavření devizové pozice pomocí služeb finančního trhu – zde by musela společnost zase hradit úroky z úvěru.

Dále je potřeba zdůraznit, že ačkoliv se vedení podniku začalo o výše zmíněné forwardy, coby jedné z externích metod zajištění kurzových rizik, intenzivně zajímat, rozhodlo se, že vzhledem k aktuálně nastavené monetární politice České národní banky k tomuto řešení přistoupí teprve až ve chvíli, kdy bude ukončen režim devizových intervencí uměle oslabujících korunu. K němu by na základě nejnovějších informací mělo dojít nejdříve v první polovině roku 2017. Do té doby náhodský Integraf v tomto ohledu žádné další kroky učinit neplánuje.

Na samotný závěr by autor rád podotkl, že doufá, že se mu podařilo splnit původní cíl této diplomové práce a že všichni ti, kteří se o tuto problematiku budou nějakým způsobem zajímat, v ní naleznou požadované odpovědi.

Seznam použité literatury

ARNOLD, Glen. *Corporate Financial Management*. 3rd ed. Harlow: Pearson Education Limited, 2005. ISBN 0-273-68726-3.

ČERNOHLÁVKOVÁ, Eva, Alexej SATO, Josef TAUŠER a kol. *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*. 1. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-321-8.

DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. *Mezinárodní finance*. 3. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-170-6.

HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. *Mikroekonomie*. 4. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2008. ISBN 978-80-7261-150-8.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. 1. Praha: GRADA Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-3893-2.

LANDOROVÁ, Anna, Helena JÁČOVÁ a Markéta NESLÁDKOVÁ. *Obchodní bankovníctví*. 1. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2002. ISBN 80-7083-607-5.

MACH, Miloš. *Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium*. 3. Slaný: MELANDRIUM, 2001. ISBN 80-86175-18-9.

MARVANOVÁ, Marie a Martin HOUDA. *Platební styk: Platební a zajišťovací instrumenty ve vnitřním a zahraničním obchodě*. 3. Brno: ECON, 1995. ISBN 80-901627-2-X.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 1. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7.

SMEJKAL, Vladimír a Karel RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4. Praha: GRADA, 2013. ISBN 978-80-247-4644-9.

TICHÝ, Milik. *Ovládání rizika: Analýza a management*. 1. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-415-5.

BOHUTÍNSKÁ, Jana. Poplatky za převod do zahraničí mohou být překvapivě vysoké. In: *Podnikatel.cz* [online]. Praha: Internet Info, s. r. o, 2008 [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/clanky/poplatky-do-zahranici-mohou-byt-vysoke/>

BUČKOVÁ, Veronika. Bankovní záruky aneb Jak snížit podnikatelská rizika? In: *Finance.cz* [online]. Brno: Finance media a. s., 2009 [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <http://firmy.finance.cz/zpravy/finance/214007-bankovni-zaruky-aneb-jak-snizit-podnikatelska-rizika/>

ČNB brzdila korunu i na konci roku. Stálo ji to 42 miliard. In: *ČT24* [online]. Praha: Česká televize, 2016 [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1687396-cnb-brzdila-korunu-i-na-konci-roku-stalo-ji-42-miliard>

ČNB prodloužila intervence, potrvají minimálně do první poloviny roku 2017. In: *ČT24* [online]. Praha: Česká televize, 2016 [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1683358-cnb-prodlouzila-intervence-potrva-ji-minimalne-do-prvni-poloviny-roku-2017>

DĚDEK, Oldřich. Evropský měnový systém. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/evropsky-menovy-system>

DĚDEK, Oldřich. Hotovostní euro. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/hotovostni-euro>

DĚDEK, Oldřich. Krizové období. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-11]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/krizove-obdobi>

DĚDEK, Oldřich. Maastrichtská smlouva. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/maastrichtska-smlouva>

DĚDEK, Oldřich. První dekáda eura. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-11]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/prvni-dekada-eura>

DĚDEK, Oldřich. Turbulence 1992 - 93. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/turbulence-1992-93>

DĚDEK, Oldřich. Vznik eurozóny. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/vznik-eurozony>

DĚDEK, Oldřich. Wernerův plán. In: *Zavedení eura v České republice* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura/werneruv-plan>

Euro. *Evropská komise* [online]. Brusel [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/index_cs.htm

HOVORKA, Jiří. Jak velké jsou banky v Česku? Nový žebříček klientů i vkladů. In: *Aktuálně.cz* [online]. Praha: Economia, a. s., 2015 [cit. 2016-02-26]. Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/finance/jak-velke-jsou-banky-v-cesku-novy-zebricek-klientu-i-vkladu/r~c6b9b70efe0211e499590025900fea04/>

IBAN a BIC. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/platebni_styk/iban/iban_vyuziti.html

Integraf Solution Services. *Integraf* [online]. Náchod [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <http://www.integraf.cz/web/cs/7-produkty/49-Integraf-Solution-Services.html>

KOŠŤÁL, Josef. Obliba opcí roste – opce od historie po současnost. In: *Peníze.cz* [online]. Praha: Partners media, s. r. o., 2008 [cit. 2016-01-20]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/akcie/42688-obliba-opci-roste-opce-od-historie-po-soucasnost>

Kurzový závazek ČNB. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html

Kurzy devizového trhu. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-02-20]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp

Kurzy devizového trhu – měsíční průměry. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-01-25]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR

Loro účet. *Business center* [online]. [cit. 2016-01-25]. Dostupné z:

<http://business.center.cz/business/pojmy/p1399-loro-ucet.aspx>

Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

Milníky uplynulých 20 let. In: *O ČNB* [online]. Praha: Česká národní banka, [cit. 2015-10-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/20_let_cnb/20_let.html

Nástroje sloužící k zajištění kurzového rizika. *ČSOB* [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-02-26]. Dostupné z: https://www.csob.cz/portal/documents/10710/80968/fx_listy.pdf

Nostro účet. *Business center* [online]. [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pojmy/p1398-nostro-ucet.aspx>

O nás. *Integraf* [online]. Náchod [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <http://www.integraf.cz/web/cs/5-o-nas.html>

Ochranné prvky. *Integraf* [online]. Náchod [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <http://www.integraf.cz/web/cs/7-produkty/48-ochranne-prvky.html>

RUML, Michal. Měnový swap - nástroj k zajištění kurzového rizika. In: *Finance.cz* [online]. Brno: Finance media a. s., 2008 [cit. 2016-01-20]. Dostupné z:

<http://www.finance.cz/zpravy/finance/174408-menovy-swap-nastroj-k-zajisteni-kurzoveho-rizika/>

Udržení slabší koruny přišlo ČNB v listopadu na deset miliard. In: *ČT24* [online]. Praha: Česká televize, 2016 [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1651219-udrzeni-slabsi-koruny-prislo-cnb-v-listopadu-na-deset-miliard>

URBÁNEK, Vladimír. Zeman pohnul korunou. Novým guvernérem ČNB by mohl být Rusnok. ČNB během 2 let patrně změní svůj směr. In: *Kurzy.cz* [online]. Praha: AliaWeb, spol. s r.o., 2015 [cit. 2016-02-27]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/376939-zeman-pohnul-korunou-novym-guvernerem-cnb-by-mohl-byt-rusnok-cnb-behem-2-let-patrne-zmeni-svuj/>

Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. Praha: *Ministerstvo spravedlnosti České republiky*, 2016 [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=444785&typ=UPLNY>

Zahraniční platební styk. *Bankovní gramotnost* [online]. [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: http://www.bankovniagramotnost.cz/gramotnost_jsem-firma_zahranicni-platebni

Zahraniční platební styk. *GE Money* [online]. [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <https://www.gemoney.cz/firmy/zahranicni-obchod/zahranicni-platebni-styk>

Zeman: Do čela ČNB jmenuju guvernéra, který Singerovy kroky napraví. In: *ČT24* [online]. Praha: Česká televize, 2015 [cit. 2016-02-27]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/376939-zeman-pohnul-korunou-novym-guvernerem-cnb-by-mohl-byt-rusnok-cnb-behem-2-let-patrne-zmeni-svuj/>

Zpráva o inflaci / I [online]. Praha: Česká národní banka, 2011, (1) [cit. 2016-02-15]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/download/zoi_I_2011.pdf

Zpráva o inflaci / I [online]. Praha: Česká národní banka, 2012, (1) [cit. 2016-02-16]. ISSN 1804-2457. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/download/zoi_I_2012.pdf

Zpráva o inflaci / I [online]. Praha: Česká národní banka, 2013, (1) [cit. 2016-02-17].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf

Zpráva o inflaci / I [online]. Praha: Česká národní banka, 2014, (1) [cit. 2016-02-18].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/download/zoi_I_2014.pdf

Zpráva o inflaci / I [online]. Praha: Česká národní banka, 2015, (1) [cit. 2016-02-19].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf

Zpráva o inflaci / II [online]. Praha: Česká národní banka, 2011, (2) [cit. 2016-02-15].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_II/download/zoi_II_2011.pdf

Zpráva o inflaci / II [online]. Praha: Česká národní banka, 2012, (2) [cit. 2016-02-16].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_II/download/zoi_II_2012.pdf

Zpráva o inflaci / II [online]. Praha: Česká národní banka, 2013, (2) [cit. 2016-02-17].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_II/download/zoi_II_2013.pdf

Zpráva o inflaci / II [online]. Praha: Česká národní banka, 2014, (2) [cit. 2016-02-18].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_II/download/zoi_II_2014.pdf

Zpráva o inflaci / II [online]. Praha: Česká národní banka, 2015, (2) [cit. 2016-02-19].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_II/download/zoi_II_2015.pdf

Zpráva o inflaci / III [online]. Praha: Česká národní banka, 2010, (3) [cit. 2016-02-15].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_III/download/zoi_III_2010.pdf

Zpráva o inflaci / III [online]. Praha: Česká národní banka, 2011, (3) [cit. 2016-02-15].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_III/download/zoi_III_2011.pdf

Zpráva o inflaci / III [online]. Praha: Česká národní banka, 2012, (3) [cit. 2016-02-16].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_III/download/zoi_III_2012.pdf

Zpráva o inflaci / III [online]. Praha: Česká národní banka, 2013, (3) [cit. 2016-02-17].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_III/download/zoi_III_2013.pdf

Zpráva o inflaci / III [online]. Praha: Česká národní banka, 2015, (3) [cit. 2016-02-19].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_III/download/zoi_III_2015.pdf

Zpráva o inflaci / IV [online]. Praha: Česká národní banka, 2010, (4) [cit. 2016-02-15].
ISSN 1804-2457. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_IV/download/zoi_IV_2010.pdf

Zpráva o inflaci / IV [online]. Praha: Česká národní banka, 2011, (4) [cit. 2016-02-16]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_IV/download/zoi_IV_2011.pdf

Zpráva o inflaci / IV [online]. Praha: Česká národní banka, 2012, (4) [cit. 2016-02-16]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_IV/download/zoi_IV_2012.pdf

Zpráva o inflaci / IV [online]. Praha: Česká národní banka, 2013, (4) [cit. 2016-02-17]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/download/zoi_IV_2013.pdf

Zpráva o inflaci / IV [online]. Praha: Česká národní banka, 2014, (4) [cit. 2016-02-18]. ISSN 1804-2457. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_IV/download/zoi_IV_2014.pdf