



V souvislosti s poněkud neutěšeným stavem veřejných financí v Řecku i s rozkolísaností české měny zejména vůči americkému dolaru či britské libře vzniká mezi českými firmami, které se aspoň částečně zabývají exportem respektive importem zboží či služeb čím dál více otázek na řízení kurzových rizik. V dnešním článku se proto podíváme na základní metody, jak si s kurzovým rizikem poradit.

Kdy vzniká kurzové riziko

Nejprve si řekněme, co je to vlastně ono kurzové riziko. Kurzové riziko vzniká vždy, kdy si sjednáme za nějaký obchod pevně cenu v cizí měně (tj. nikoliv v CZK), přičemž platba za tento obchod proběhne v jiný den, než kdy byla smlouva podepsána. Pro lepší pochopení si vezměme konkrétní příklad. Dohodli jsme se se Slovenskou 4. ledna 2010 firmou, že ji dodáme zboží, za které nám při dodání zaplatí 1 000 000 € (toho času dle kurzovního lístku ČNB 26 300 000 Kč). Zboží jsme dodali 4. 5. 2010 a vyinkasovali jsme za něj domluvených 1 000 000 €. To však 4. května podle kurzovního lístku ČNB bylo jen 25 710 000 Kč. Naše firma tak fakticky získala o 590 000 Kč (2,24%) méně (za předpokladu, že ještě 4. 5. jsme získaná Eura převedli na české koruny). Tím, že jsme takto definovanou smlouvu 4. ledna podepsali, jsme tedy vystavili naši firmu kurzovému riziku (tzv. jsme otevřeli devizovou pozici). Tím, že jsme se proti ní nijak nezajistili (viz dále) jsme pak spekulovali na pokles koruny vůči Euru, který nám však očividně nevyšel, protože koruna vůči Euru za dané období posílila o 2,24%. Kdyby byl ale kurs třeba 27,000 EUR/CZK, tak bychom byli vydělali navíc dalších 700 000 Kč (2,66%). V případě Eura přitom rozdíl nebyl až tak markantní. Třeba u amerického dolaru se totiž kurs za tyto čtyři měsíce změnil o 7,47%, a na druhou stranu britská libra zaznamenala jen 0,92% odchylku.

Poznámka: V oblasti mezinárodních financí se historicky používá uvádění měn u kurzu v obráceném pořadí než na kurzovních lístcích určených pro rezidenční segment. Nepíše se proto 27 CZK/EUR, ale 27 EUR/CZK.

Co s kurzovým rizikem

Pokud se vaše firma vystavuje kurzovému riziku, máte v zásadě dvě možnosti, jak s tím naložit. První varianta je risknout to a spekulovat na to, že česká koruna svůj kurz vůči druhé měně příliš nezmění, anebo že oproti ní dokonce oslabí (v případě, kdy vy dostanete zaplacené v eurech – tj. za stejný počet eur dostanete víc korun) nebo posílí (když vy budete platit v eurech – tj. za menší počet korun dostanete stejný počet eur). V tom, co se asi v následujících měsících bude dít s kurzem koruny, vám přitom mohou pomoci i české banky, a zadarmo – prostřednictvím svých měnových forwardových kurzů (viz dále). Tato varianta je vhodná zejména při ojedinělých obchodech se zahraničím a/nebo v případě, kdy máte stanovenou dostatečně velkou marži, ze které vám odchylky v řádu jednotek procent (běžné pro období v řádu měsíců) až tak moc neukrojí. Druhá varianta vhodná pro firmy často obchodující se zahraničím či pro firmy a/nebo s relativně nízkou marží pak spočívá v zajištění se proti kurzovému riziku některým z vhodných zajišťovacích instrumentů. A o těch bude řeč právě teď. V dnešním článku přitom pro zjednodušení nebudeme uvažovat rozdílné úrokové sazby u různých měn.

Poznámka: *V našem článku záměrně nebudeme uvažovat rozdílnost úrokových sazeb u různých měn a neuvažujeme časovou hodnotu peněz. Činíme tak zejména z toho důvodu, že článek je zaměřen na malé a střední podniky v ČR, u kterých lze předpokládat dostatečně nízké platby (v řádu milionů korun), u kterých by uvážení těchto činitelů přinášelo jen malé procentuelní odchylky a zbytečný nárůst složitosti vysvětlovaných nástrojů. Podrobnější vysvětlení s uvážením obou faktorů lze nalézt v použité literatuře uvedené níže.*

Vstupy i výstupy ve stejné měně

Asi nejsnazší možností, jak eliminovat kurzové riziko, je zajistit si cenu vstupů i výstupů ve stejné měně. V praxi vám zbudou opět dvě možnosti – koruny anebo cizí měna. Pokud budete chtít zajistit vstupy i výstupy v korunách, pak je důležité přesvědčit vašeho obchodního partnera, aby na sebe převzal kurzové riziko a denominoval své ceny (u importérů)/vaše ceny (u exportérů) v CZK s jasně stanoveným způsobem platby. Ta může proběhnout buď opravdu přímo v korunách, anebo v cizí měně, kdy ovšem bude nutné ještě stanovit metodu přepočtu kurzu a datum splatnosti v cizí měně (např. v den splatnosti dle kurzu ČNB vyhlášeném v 8:00 daného dne). V praxi to není až tak nedosažitelný model ošetření kurzového rizika. Osobně už jsem ho také párkrát realizoval. Funguje to však jen ve dvou případech – kdy se jedná o relativně malou zakázku a/nebo když vás zákazník (potažmo dodavatel) opravdu moc potřebuje a vy si můžete diktovat podmínky.

Druhou variantou je pak denominovat vstupy i výstupy v cizí měně. To je varianta, na kterou

Napsal uživatel Martin Zikmund

Úterý, 04 Květen 2010 21:46 - Aktualizováno Úterý, 04 Květen 2010 21:49

přistoupily například některé české automobilky, které mají velkou část vstupů i výstupů denominovaných v Eurech. Jak to funguje? Máte zákazníkovi dodat výrobek za 25 000 €, přičemž počítáte s 20% marží – tj. vstupy směřjí stát 20 000 €. Abyste toho docílili, přinutíte své dodavatele, aby i oni ceny, které vám účtují, denominovali v této měně – přenesete tedy kurzové riziko na ně. V praxi pak jediným problémem mohou být platy vašich vlastních zaměstnanců, kdy si asi těžko budete moci dovolit někomu dát hrubou mzdu 1 000 € měsíčně s tím, že každý měsíc dostane 1 000 € přímo v Eurech, ať si s tím pak dělá, co chce. Odpovědí na tento problém je pak úplný outsourcing, například do nějaké země s ještě levnější pracovní silou, která je členem Evropské měnové unie. V praxi to může být Slovensko, ale v současné době už také docela dobře Španělsko, Portugalsko či Řecko.

Okamžitý nákup cizí měny

Pro firmy, které nemají tak úplně v pořádku finanční řízení a drží si velké zásoby hotovosti na účtech je zajímavou alternativou zajištění proti kurzovému riziku také okamžitý nákup cizí měny. Pokud podepíší smlouvu, ze které vyplývá, že za 2 měsíce musím zaplatit 100 000 €, tak si těch 100 000 € pořídím rovnou (tj. například si převedu peníze ze svého korunového na Eurový účet). Není to nijak světoborné, ale funguje to – mám zajištěno, že zaplatím přesně tolik korun, o kolika jsem uvažoval, když jsem smlouvu podepsal. Poněkud složitější je však situace v okamžiku, kdy mám oněch 100 000 € naopak za dva měsíce inkasovat a budu je potřebovat převést na koruny, tam už pomůže jedině forward nebo opce (viz dále) případně poněkud krkolomný krok, kdy si vezmete na dva měsíce úvěr na 100 000 €, půjčená Eura ihned převedete na koruny a za dva měsíce splatíte půjčku přijatou platbou ve výši 100 000 €. Přirozeně, že v tomto případě musíte počítat také s nějakou platbou v Eurech za úroky.

Započtení pohledávek ve stejné měně (netting)

Další variantou ošetření kurzového rizika je tzv. netting neboli započtení pohledávek ve stejné měně. To má ale jeden háček, který se nazývá čas. Málokdy se vám totiž sejdou pohledávky s identickou dobou splatnosti, natož pak v případě, kdy jednu máte inkasovat a druhou zaplatit. Netting existuje jak v bilaterální formě, tak i ve formě multilaterální, kdy do hry vstupuje ještě jakýsi prostředník ve formě zápočtového centra, obchodníka s pohledávkami apod. Bilaterální netting připadá v úvahu, když kdy vy máte zákazníkovi za něco zaplatit 100 000 € a on vám za něco jiného 120 000 €, takže po započtení pohledávek zůstane jen 20 000 € vystavených kurzovému riziku. Multilaterální netting je pak o něco složitější. Máte dodavatele třeba na Slovensku, kterému máte zaplatit 100 000 €, v Německu máte dva zákazníky, kteří vám mají zaplatit po 20 000 €, a na Slovensku máte zákazníka, který vám má zaplatit 50 000 €. Využijete tedy služeb zprostředkovatele (např. banky), který v různých časech za určitou úplatu zúčtuje všechny tyto pohledávky přímo v Eurech, což znamená, že výsledná devizová expozice bude jen 10 000 € + poplatky za zprostředkování. Zprostředkovatel vám přitom bude v tomto případě po určitý čas pravděpodobně poskytovat i úvěr, za což si naúčtuje také nějaká procenta. Ve výsledku to pro vás však bude ale dost možná levnější než se vystavovat kurzovému riziku u 190 000 €.

Měnové forwardy nebo futures

Měnový forward je jednoduchým smluvním vztahem mezi vaší firmou a bankou (či jiným poskytovatelem), kdy se zavazujete k určitému dni nakoupit/prodat pevně stanovený objem určité měny s pevně stanoveným tzv. forwardovým kurzem. Jedna strana tak vždy na forwardu (oproti aktuálnímu kurzu dané měny) vydělá a druhá prodělá. Ten, kdo forward vystavuje (např. banka), stanovuje i forwardový kurz. Jeho zjištění je mimochodem velice elegantním způsobem, jak zdarma zjistit kvalifikovaný odhad na vývoj kurzu dvou měn. Banka, která kurz stanovuje, má k dispozici týmy analytiků, kteří kurz předpovídají. Pokud je tak současný kurz například 25,71 EUR/CZK a banka vám sdělí forwardový kurz na kontrakt, jehož plnění má nastat za 2 měsíce 24,89 EUR/CZK, znamená to, že banka předpokládá, že Euro bude vůči koruně oslabovat, a že oslabí pod tuto stanovenou hodnotu. Čím menší objem deviz budete chtít prostřednictvím forwardu nakoupit, tím větší jednotkovou rezervu si tam přitom banka nechá.

Měnové forwardy se obchodují i na foreign exchange (FX) burzách, kde se jim však říká FX futures, a mají standardizované objemy, standardizované měnové páry a standardizovaná data plnění. Za vypořádání FX futures přitom nese odpovědnost provozovatel burzy a s FX futures lze také snadno obchodovat stejně jako třeba s akciemi. Oproti forwardu zde tak není ani tak primárním cílem uskutečnit přímé plnění jako spíše zajistit se proti kurzovému riziku (když vidím, že je pro mě výhodný kurz, prodám FX futures kdykoliv) a třeba si i něco vydělat. Takto obchodovat se dá sice i s forwardy, ale je to poněkud problematictější, protože neexistuje trh v podobě burzy, na kterém by se střetávala nabídka s poptávkou.

Poznámka: *Kurz, za který lze danou měnu v daný den koupit se také nazývá spotový (potažmo v češtině někdy také okamžitý). Toto označení pochází z historických souvislostí, kdy spot price (cena na místě) označovala na burze cenu (price), za kterou šlo v danou chvíli na daném místě (spot) dané zboží, měnu, atd. pořídit. Kromě spotové ceny existuje také cena platná při uzavření přepážek, která je označovaná jako settlement price neboli usazená cena, což je zároveň cena, od které se odvíjí obchodování v následujícím obchodním dnu.*

Měnové opce

Obdobou měnového forwardu je měnová opce, což je de facto poukázka na nákup přesně definovaného množství zvolené měny k přesně definovanému datu. Existují přitom dva druhy opcí – evropský typ, kdy opci lze uplatnit jen v den splatnosti (dospělosti), a americký, kdy lze opci uplatnit nejpozději v den její splatnosti. Dále existují ještě dva typy opcí z pohledu logiky plnění. U call opce máte právo na nákup měny, u put opce pak na její prodej.

Napsal uživatel Martin Zikmund

Úterý, 04 Květen 2010 21:46 - Aktualizováno Úterý, 04 Květen 2010 21:49

Opce se od forwardu liší ve dvou základních věcech – za její samotné využití se při jejím nákupu platí poplatek ve formě tzv. opční prémie. Ta může být definována například ve výši 1 Kč za každé směněné Euro. Druhou odlišností je pak fakt, že emitent opce má povinnost plnit, zatímco držitel opce má možnost, nikoliv povinnost, vyžadovat plnění. Uvedme si ale raději hned praktický příklad využití měnové opce k zajištění proti kurzovému riziku.

Za dva měsíce máte dostat zapláceno od firmy na Slovensku 100 000 €. Současný kurz je 25,71 EUR/CZK a mám strach, že Euro bude vůči koruně oslabovat, takže bych ze 100 000 € mohl získat třeba už jen 2 300 000 korun. Zakoupím si proto put opci evropského typu na prodej 100 000 € za české koruny k 5. 7. 2010. Opční kurs, který mi stanoví banka, bude řekněme 24,50 EUR/CZK a opční prémie bude 1,00 EUR/CZK. V praxi to tak znamená, že dne 5. 5. 2010 zaplatím za opci 100 000 Kč coby opční prémii, díky čemuž mi 5. 7. 2010 vznikne právo za 100 000 € vyinkasovat 2 450 000 Kč. V praxi jsme tedy (opět při zanedbání hlediska času) získali kurs $24,50 - 1,00 = 23,50$ EUR/CZK. Pokud 5. 7. 2010 bude vyhlášený kurs menší než 23,50 EUR/CZK, pak jsme na celé transakci vydělali my. Pokud bude vyšší, pak vyvstává otázka, o kolik to bude. Opci totiž uplatníme jen tehdy, bude-li se aktuální kurz pohybovat v rozmezí 23,50 EUR/CZK až 24,50 EUR/CZK. V okamžiku, kdy bude kurz vyšší než 24,50 EUR/CZK, nemáme důvod opci uplatnit a Eura si směníme za koruny přímo. V takovém případě opce propadne a my jsme zaplatili pouze 100 000 Kč za „pojištění kurzového rizika.“ U dané opce je tak maximální kurzová ztráta (bez uvážení časového hlediska) rovna opční prémii – tedy 100 000 Kč. Opce nám tak oproti forwardu nechává volné pole působnosti v oblasti profitování na pohybu kurzu v náš prospěch, a vyšší opční prémie ohraničuje maximální ztrátu v případě, že se kurz pohne v náš neprospěch.

Kdy se zajišťovat proti kurzovému riziku

Zajišťovat se proti kurzovému riziku se rozhodně nevyplatí ve všech případech. Vždy je třeba totiž uvážit celkové náklady spojené s touto operací a riziko (a případně i možný zisk), které firma reálně nese, když se proti kurzovému riziku nezajistí. Jak už jsme uvedli v úvodu, tak zajišťovat se vyplatí zejména těm firmám, které realizují se zahraničním jednorázový obchod o velkém finančním objemu a/nebo své obchody v zahraničí realizují pravidelně a dlouhodobě.

Použité zdroje a literatura

[1] ĎURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. Mezinárodní finance. 3. rozšířené a doplněné vydání. Praha : Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6.

[2] Česká národní banka. Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-05-04]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>.

Napsal uživatel Martin Zikmund

Úterý, 04 Květen 2010 21:46 - Aktualizováno Úterý, 04 Květen 2010 21:49

[Joomla SEO powered by JoomSEF](#)