

# **Projekt řízení devizových rizik ve společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o.**

Bc. Lukáš Sádecký

---

Diplomová práce  
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Lukáš Sádecký**  
Osobní číslo: **M11409**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt řízení devizových rizik ve společnosti HP TRONIC Zlín spol. s r.o.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše proveďte teoretické zhodnocení problematiky řízení devizových rizik.

### II. Praktická část

- Zhodnoťte stávající systém řízení devizových rizik ve společnosti HP TRONIC Zlín spol. s r.o.
- Analyzujte faktory ovlivňující vývoj kurzu měny.
- Porovnejte nabídky finančního trhu v oblasti řízení devizových rizik.
- Vypracujte a vyhodnoťte projekt řízení devizových rizik ve společnosti HP TRONIC Zlín spol. s r.o.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

JÍLEK, Josef. Finanční rizika. 1. vyd. Praha: Grada, 2000, 635 s. ISBN 80-716-9579-3.  
KRÁL', Miloš. Bankovníctví a jeho produkty. Žilina: GOERG, 2009, ISBN 978-80-89401-07-9.  
KRÁL', Miloš. Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě. 1. vyd. Praha: Vox, 2003, 240 s. ISBN 80-863-2428-1.  
TAUŠER, Josef. Měnový kurz v mezinárodním podnikání. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007, 162 s. ISBN 978-80-245-1165-8.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Miloš Král', CSc.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **22. února 2013**  
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2013**

Ve Zlíně dne 22. února 2013

  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1</sup>;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2</sup>;
- podle § 60<sup>3</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

---

<sup>1</sup>zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

<sup>2</sup>zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

<sup>3</sup>zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60<sup>4</sup> odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracoval samostatně a použité informační zdroje jsem citoval;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 10.4.2013

Lucáš Sedláček

<sup>4</sup>zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce se zabývá řízením devizových rizik ve společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. Cílem práce je navrhnout společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. strategii pro řízení devizového rizika na základě fundamentální analýzy a poskytnout zpětnou vazbu na dosavadní způsob řízení tohoto rizika. V teoretické části diplomové práce jsou zpracovány základní teoretické poznatky týkající se měny, současných měnových systémů, kurzů, kurzových rizik, způsobu zajištění a predikce vývoje kurzu. Praktická část je rozdělena na analytickou a projektovou část. V analytické části je charakterizována společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. z pohledu finanční analýzy, konkurence a devizové pozice. Poté následuje fundamentální makroekonomická analýza ČR, USA a eurozóny. V projektové části je navržena společnosti strategie k řízení devizových rizik na základě fundamentální analýzy a produkty, které může využít k jejich eliminaci.

Klíčová slova: měna, devizová rizika, fundamentální analýza, eurozóna, forward

## **ABSTRACT**

This Diploma thesis deals with foreign exchange risk management in the company HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. The aim is to suggest the managing strategy according to fundamental analysis and to provide feedback of its current method. The theoretical part is focused on a basic theoretical research concerning currency, current monetary system, exchange rates, exchange rate risk and the way of fixing and predicting the rate progress. Practical part is divided into two parts – analytical and project. In the analytical part the surveyed company is briefly characterized from the perspective of a financial analysis, competitiveness and foreign exchange position. As a next step, is taken fundamental macroeconomic analysis of the Czech Republic, USA and Eurozone. In the project part is suggested management exchange rate strategy on a basis of fundamental analysis together with products that can be used to its elimination.

Keywords: Currency, Exchange risk, Fundamental analysis, Euro area, Forward

Rád bych poděkoval všem, kteří mi pomáhali při zpracování diplomové práce. Velké díky patří vedoucímu práce doc. Ing. Miloši Král'ovi, CSc. za jeho odbornou pomoc a rady, které mě vždy navedly správným směrem k úspěšnému dokončení práce.

Rovněž děkuji všem zaměstnancům společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. za ochotu poskytnout mi podklady pro tvorbu praktické a projektové části, jmenovitě Ing. Janu Nesvadbovi.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 MĚNA A MĚNOVÝ TRH</b> .....	<b>13</b>
1.1 MĚNA.....	13
1.2 MĚNOVÝ KURZ.....	14
1.2.1 Systémy měnových kurzů .....	14
1.2.2 Základní kurzové režimy.....	18
1.2.3 Měnový kurz z časového hlediska .....	19
1.2.4 Vlivy působící na měnový kurz .....	19
1.3 MĚNOVÝ TRH .....	22
1.3.1 Drobní klienti .....	23
1.3.2 Velké národní a nadnárodní společnosti .....	24
1.3.3 Banky a centrální měnové autority .....	24
1.3.4 Bankovní a nebankovní dealéři a brokeri.....	25
1.3.5 Spekulanti a arbitrážéři .....	25
<b>2 DEVIZOVÉ RIZIKO</b> .....	<b>26</b>
2.1 VZNIK DEVIZOVÉHO RIZIKA.....	26
2.2 TYPY DEVIZOVÉHO RIZIKA .....	26
2.3 DEVIZOVÉ RIZIKO VE FINANČNÍM ŘÍZENÍ SPOLEČNOSTI.....	27
<b>3 METODY ŘÍZENÍ A NÁSTROJE K ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA</b> .....	<b>30</b>
3.1 METODY ŘÍZENÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA.....	30
3.2 NÁSTROJE K ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA .....	30
3.2.1 Nástroje zabráňující vzniku devizového rizika .....	30
3.2.2 Nástroje vyrovnávající ztráty ze vzniku devizového rizika .....	31
3.2.3 Nástroje redukující devizové riziko .....	33
3.2.4 Nástroje k předcházení vzniku devizového rizika .....	33
<b>4 PREDIKCE MĚNOVÉHO KURZU</b> .....	<b>34</b>
4.1 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....	34
4.2 TECHNICKÁ ANALÝZA .....	35
4.3 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	35
4.4 OSTATNÍ METODY .....	35
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>36</b>
<b>5 ANALÝZA SPOLEČNOSTI</b> .....	<b>37</b>
5.1 FINANČNÍ ANALÝZA .....	38
5.2 SROVNÁNÍ S KONKURENCÍ.....	41
5.2.1 K+B Progres, a.s. ....	41
5.2.2 FAST ČR, a.s. ....	42
5.2.3 Souhrnné porovnání společnosti s odvětvím a konkurencí.....	44
5.3 ANALÝZA SOUČASNÉ DEVIZOVÉ POZICE .....	45
5.3.1 Exportní a importní činnost.....	45
5.3.2 Vývoj tržeb přepočtený na CZK a rozdělení fakturace.....	46



5.4	SYSTEM ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH PLATEB .....	47
5.5	VÝVOJ DEVIZOVÉ POZICE .....	48
<b>6</b>	<b>  MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA .....</b>	<b>49</b>
6.1	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ EKONOMIKY .....	49
6.1.1	Hrubý domácí produkt .....	49
6.1.2	Míra nezaměstnanosti.....	50
6.1.3	Inflace.....	51
6.1.4	Běžný účet platební bilance a obchodní bilance .....	51
6.1.5	Míra zadluženosti vůči HDP .....	52
6.1.6	Úrokové sazby.....	52
6.1.7	Objem průmyslové výroby.....	53
6.1.8	Vývoj úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů.....	53
6.2	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA EKONOMIK EUROZÓNY A USA.....	54
6.2.1	Hlavní makro indikátory vývoje ekonomik EU a USA .....	55
6.2.2	Hlavní mezzo indikátory vývoje ekonomik EU a USA .....	63
6.2.3	Makroekonomická analýza dominantních ekonomik eurozóny .....	67
6.2.4	Makroekonomická analýza problémových ekonomik .....	69
6.2.5	Úspěšnost dluhopisových aukcí vybraných zemí eurozóny.....	70
6.2.6	Závěr k analýze ekonomik eurozóny a USA.....	72
6.3	MĚNOVÝ PÁR EUR/USD .....	73
6.4	KORELACE MĚN.....	73
<b>7</b>	<b>  PROJEKT ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK VE SPOLEČNOSTI</b>	
	<b>  HP TRONIC ZLÍN, SPOL. S R.O.....</b>	<b>75</b>
7.1	CÍL A VÝCHODISKA PROJEKTU .....	75
7.2	ANALÝZA STÁVAJÍCÍHO SYSTÉMU ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK .....	75
7.3	MĚNOVÉ PÁRY EUR/CZK A USD/CZK .....	79
7.3.1	Skutečný vývoj měnových párů EUR/CZK a USD/CZK.....	79
7.3.2	Predikce vývoje měnových párů EUR/CZK a USD/CZK .....	80
7.4	NÁVRH VHODNÉHO ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÝCH RIZIK .....	84
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>90</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>91</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>105</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>106</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>109</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>110</b>

## ÚVOD

Po pádu Brettonwoodského mezinárodního měnového systému v roce 1971 vznikla dosud neznámá finanční rizika, která se odvíjela od přechodu z pevných měnových kurzů na kurzy pohyblivé. Tato změna ovlivnila otevřené ekonomiky, jakou je i ta v České republice.

V roce 2008 vypukla hospodářská krize, která se posléze přelila na krizi dluhovou a morální. Dříve pevné základy globálního obchodu se otřásly a částečně zhroutily. Nyní se nacházíme na rozcestí mnoha názorů, mnoha ekonomických škol a mnoha zaručených receptů na řešení současné krize. Žádný, kromě dlouhodobé disciplíny, nefunguje. USA je krátkodobě z nejhoršího venku. Naopak byrokratická Evropská unie stále lék na krizi hledá a svým nejednotným fiskálním systémem plným porušování pravidel a výjimek má to nejhorší asi stále před sebou. Členové Evropské komise se hájí, že euro je silnější, než když bylo zavedeno a plánovaná bankovní unie je lékem na krizi. Otázkou je, za jakou cenu je euro silnější. Za miliardy z kapes daňových poplatníků? Nicméně svět se touto krizí změnil. A díky za to. Lidé nacházejí nové nemateriální hodnoty, hledají ekvivalenty měny v podobě zlata, půdy, barterových obchodů. Náklady na amerického dělníka se stávají stále levnější a globální firmy jako General Electric Co., Ford Motor Co. a Boeing Co. se stěhují z Číny a Mexika zpět do Ameriky. Čína se hodlá zbavit korupce, masivně investuje do rozvoje infrastruktury a také výrazně ovlivňuje dění v mezinárodních financích. Ve svém prohlášení z 12. 9. 2012 oznámila, že je schopna prodávat ropu ve vlastní národní měně, nikoliv dolaru. Boj o největší ekonomiku světa se přiosťruje. Nevyřešenou otázkou zůstává budoucnost eurozóny. Snad bude zachráněna a z krize vyjde silnější, než do ní vstoupila. Portugalsko, Irsko, Řecko již mezinárodní pomoc obdržely. Není možné, aby některá země neřízeně zbankrotovala, a to především velké ekonomiky jakými jsou Itálie a Španělsko, protože by to byl začátek konce eurozóny. Otázkou zůstává, zda Itálie má skutečně zájem na zachování eurozóny a plnění tvrdých rozpočtových podmínek, které by musela v rámci opatření přijmout. V roce 2012 navýšila své zlaté rezervy. Kdyby se eurozóna rozpadla a spolu s ní i současný měnový systém, stal by se z Itálie třetí nejbohatší stát světa hned po USA a Německu. Možná ekonomiky eurozóny a USA nečeká v brzké době růst, ale další, ještě tvrdší krize. Matematicky je náš současný měnový systém neudržitelný. Zastánci Rakouské školy a monetaristů tvrdí, že jeho zhroucení je téměř 100%. Kdy to bude, není přesně známo, ale předpokládám v horizontu 10 let. Pokud by k tomu vedl bankrot USA, měl by svět vážný problém. Většina komodit, měn a ekvivalentů je přepočítávána ke kurzu USD. Alternativou by mohl být čínský juan nebo přepočet na index

vývoje globální ekonomiky. Rozvojové země budou nadále rozvojové a naši záchranou pravděpodobně nikdy nebudou. Prof. Esther Duflo ve své knize *Poor Economics* uvádí, že země Afriky a Indie řeší vlastní problémy a jejich HDP na hlavu převážně v oblastech zasažených malárií za 20 let téměř nevzrostlo. Další fáze krize bude způsobena buď stoupající nezaměstnaností v eurozóně, jejími dluhovými problémy, nebo díky deficitu sociálního zabezpečení, Medicare a Medicaid v rozpočtu USA. Jak uvádí Stan Druckenmiller, deficit systémů přesahuje 200 bilionů dolarů, což je řádově více než oficiální „účetní“ dluh USA. Svoji úlohu sehraje i inflace vyvolaná uvolňováním měnové politiky a popíráním rovnice Davida Huma. Například americký FED od roku 2007 svoji bilanci zvýšil téměř o 2 biliony USD a každý měsíc v rámci operace TWIST odkupuje hypotéční dluhopisy za dalších 85 miliard USD. Problémem inflace se zabývám v šesté kapitole, kde je i vysvětleno, proč se stále pohybuje okolo 2% hranice.

Všechny výše popsané skutečnosti vyvolávají výraznou volatilitu, která negativně ovlivňuje hlavní hospodářskou činnost podniků po celém světě. Je důležité, aby každá společnost, která obchoduje se zahraničím, měla svůj vlastní útvar na řízení devizového rizika, který bude každodenně vyhodnocovat zahraniční zprávy a sledovat vývoj hlavních makro a mezo indikátorů. Ztráty z devizového rizika budou eliminovány a nenaruší financování hlavní činnosti podniku.

Cílem diplomové práce je navrhnout společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. strategii pro řízení devizového rizika na základě fundamentální analýzy a poskytnout zpětnou vazbu na její dosavadní způsob. Práce je rozdělena na dvě hlavní části, a to část teoretickou a praktickou. Teoretická část objasňuje základní teoretické poznatky spojené s měnou, současnými měnovými systémy, kurzy, kurzovým rizikem, způsobem zajištění a jeho predikcí vývoje. Věnuji se zde i historickému původu zlata a opětovnému přechodu k systému nového zlatého standardu jako způsobu řešení krize. Praktická část je rozdělena na analytickou a projektovou část. V analytické části je charakterizována společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. z pohledu finanční analýzy, konkurence a devizové pozice. Poté následuje fundamentální makroekonomická analýza ČR, USA a eurozóny. V projektové části je navržena společnosti strategie k řízení devizových rizik na základě fundamentální analýzy a produkty, které může využít k jejich eliminaci. Významnou část práce tvoří přílohy, a to zejména příloha pojednávající podrobně o finanční analýze společnosti a následující zaměřující se na vývoj dluhové krize eurozóny a USA s dopady na globální ekonomiku.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 MĚNA A MĚNOVÝ TRH

První kapitola diplomové práce je zaměřena na charakteristiku měny, měnového kurzu a měnového trhu. Na měnu a měnový kurz je pohlíženo jak z historického a současného pohledu, tak i možného budoucího vývoje světových finančních trhů. V tomto kontextu jsou zmíněny spekulace o možném řešení americké (resp. evropské) krize přes samotný návrat ke zlatému standardu. Z tohoto důvodu je zde kladen důraz i na formování peněz do současné podoby, popis kvalitativních faktorů zlata a v neposlední řadě i biblický kontext zlata, který není všem známý, ale má svou nezastupitelnou roli ve světě financí.

### 1.1 Měna

Než byla současná měna a její forma společností respektována a uznána jako všeobecný ekvivalent, musela si projít procesem dlouhého a složitého vývoje. Po zavedení dělby práce se z každého člověka stal do jisté míry obchodník, který žil barterovým obchodem. Problémy tohoto výměnného obchodu vedly k tomu, že jedna komodita byla vybrána jako peníze. Dříve to byl dobytek, lastury, tresky, tabák, cukr, kůže, hřebíky, později díky trvanlivosti a dělitelnosti byly upřednostňovány označené kovové tyče. Jejich nevýhody v podobě vážení a zkoušení pravosti odstranila až ražba mincí, kde značka pokrývala obě strany i hranu. Byla tak garantována nejen ryzost, ale i váha. Takto vzniklá forma peněz od Servia Tullia, který je jako první razil v Římě, je zachována dodnes. (Smith, 2001)

Dnešní podobu měny lze obecně definovat jako: „*právní normou stanovený souhrnný soubor jednotlivých forem peněz (mince, státovky, bankovky, směnky, šeky, žirální peníze, atd.), závazně platných v daném ekonomickém komplexu, který podle stanovených pravidel vystupuje při směně ve funkci všeobecného ekvivalentu.*“ (Král, 2010, s. 157)

V současné době již mince nejsou kryty měnovým kovem (viz Systém pevných měnových kurzů) a hodnota měny závisí na všeobecné důvěře obyvatel. Částečnou (lokální) ztrátu důvěry zažil politický projekt evropské společné měny euro, kdy obyvatelé řeckého přístavního města Volos, přešli na barterový způsob obchodování s vlastní měnou TEM. Podobné barterové obchody fungují i jinde na světě (např. některá města USA, bavorské město Prien am Chiemsee) se snahou podpory místního trhu. Opačným případem je Švédsko, které možná opustí od formy papírových peněz. (Lindskog, 2012; Lowen, 2012)

Zahraniční měnu je možné třídit z mnoha hledisek, mezi nejvýznamnější patří dělení podle formy nebo konvertibility. Měna může vystupovat ve formě hotovostní (tzv. valuty) nebo

bezhotovostní (tzv. devizy v podobě peněžních prostředků uložených v cizí měně na běžných a vkladových účtech). V případě konvertibility se měna dělí na směnitelnou a nesměnitelnou<sup>1</sup>. Měna konvertibilní je volně směnitelná a její kurz je určován na základě nabídky a poptávky, naopak kurz měny nekonvertibilní je stanovován na základě administrativních opatření. Problém konvertibility zde existuje z důvodu odlišných ekonomických podmínek a její usnadnění by přinesla pouze jednotná měnová a fiskální politika, což z důvodu rozdílných ekonomických, obchodních, industriálních faktorů vzhledem k cenové stabilitě domácí ekonomiky není možné. (Ellis, 1955; Tuleja, 2007)

Pro mezinárodní obchody je třeba směnit podle měny kontraktu domácí měnu za měnu požadovanou. Uvedená operace je provedena přes měnový kurz.

## 1.2 Měnový kurz

Měnový kurz vyjadřuje cenu národní měny v měnách jiných zemí. Má jen informační funkci, protože vyjadřuje středový kurz příslušné národní banky. Naopak devizový kurz již stanovují obchodní banky a v každé zemi a pobočce banky se může lišit. Pro vyjádření měnového kurzu existují 2 druhy zápisu, a to přímou kotací či nepřímou kotací. (Král', 2009; Taušer, 2007)

Přímá kotace je charakterizována jako počet jednotek domácí měny, který je potřebný na nákup 1 jednotky zahraniční měny. Jde o cenu zahraniční měny vyjádřenou v jednotkách měny domácí. Naopak nepřímá kotace vyjadřuje počet jednotek zahraniční měny potřebných k nákupu 1 jednotky měny domácí. (Černohlávková, 2007)

---

<sup>1</sup> Plně konvertibilní měny jako je např. USD, AUD, EUR, JPY, CHF, se vyznačují bezproblémovou směnitelností všude na světě. Naopak nekonvertibilní měnou byla například československá koruna v období od 2. sv. války do 1. ledna 1991. Dalším příkladem nesměnitelné měny je kubánské peso (CUP), kdy druhou kubánskou oficiální měnou je Kubánské konvertibilní peso (CUC), které bylo zavedeno v roce 1994. Slouží především k platbám za luxusní zboží a služby a je využíváno zejména turisty. Běžní Kubánci nemají oficiálně možnost si tato pesa vydělat. Konvertibilita CUC je možná pouze na Kubě a paritní hodnota je svázána s dolarem (1 CUC = 1 USD), který byl do zavedení CUC považován za druhou měnu a nyní je stažen z oběhu. Při směně USD v bance nebo směnárně je účtován 10 % poplatek za riziko operace s embargovanou měnou. Od června 2002 je možné na Kubě platit i eury. (Travěnc, 2012)

<sup>2</sup> Ferdinand II. Aragonský si uvědomoval i náročnost těžby zlata. I v současné době šachty v jihoafrických zlatých dolech sahají do hloubky 12 tisíc stop s teplotou až 54 °C. Pracuje zde přes 4000 zaměstnanců, z nichž 90 % tvoří černoši. Bernstein ve své knize cituje z pramene, jenž uvádí: „K získání jedné unce ryzího zlata je potřeba 38 hodin práce jednoho horníka, 1400 galonů vody, dávka elektřiny, se kterou by velká domácnost vydržela 10 dní, 282-565 krychlových stop stlačeného vzduchu a množství různých chemikálií, jako je kyanid, různé kyseliny, olovo, borax a vápno.“ (Bernstein, 2004, s. 30)

### 1.2.1 Systémy měnových kurzů

Ve světě jsou rozeznávány a využívány 2 hlavní systémy měnových kurzů, a to systém pevných měnových kurzů a systém pohyblivých měnových kurzů. I když je v tržní ekonomice konečná cena deviz primárně ovlivněna nabídkou a poptávkou na devizovém trhu, závisí ještě na kurzovém režimu, ve kterém se daná měna pohybuje. Těchto režimů je podle výroční zprávy Mezinárodního měnového fondu (dále jen MMF) za rok 2010 celkem 10 a každoročně v nich dochází ke změnám. Jednotlivé kurzy jsou v této práci zmíněny v následující kapitole. (MMF, 2006; MMF 2010; Tuleja, 2007)

**Systém pevných měnových kurzů.** V systému měla každá měna stanovený zlatý obsah své měnové jednotky a vzájemným srovnáním 2 měn bylo dosaženo měnového kurzu. Zlatý obsah měnové jednotky a její následný emisní kurz vůči ostatním měnám určovala zpravidla centrální banka dané země. Vývozci se musí důkladně zaměřit na svoji produktivitu práce, která musí stoupat stejně rychle nebo rychleji, než se zhodnocuje měnový kurz. V makroekonomické rovině se popsání situace projeví růstem devizových příjmů dané země. V případě převýšení těchto příjmů nad devizovými výdaji dojde k navýšení aktiv platební bilance. (Král', 2010)

*Tabulka 1 Výhody a nevýhody systému pevných měnových kurzů [Král', 2010]*

Výhody a nevýhody systému pevných měnových kurzů	
+	přesné a dlouhodobé stabilní plánování nákladů na import a výnosů z exportu
+	relativně přesné modelování hlavních makroekonomických veličin (platební, obchodní bilance, ...)
+	pevný, přehledný, stabilní a bezporuchový světový trh
+	zamezení možnosti přelévání inflace z jedné země do druhé
-	omezené zásahy státu do systému – možná pouze změna kurzu
-	držení značného množství devizových rezerv
-	omezení hospodářského růstu země z důvodu zaměření se na vnitřní tržní rovnováhu, bez využití růstových zdrojů ze zahraničí

Proč bylo v tomto systému využito právě zlato? Pindaros, nejvýznamnější starověký řecký představitel sborové lyriky, označil zlato za: „*Diovo dítě, které nezničí moli ani rez, naopak ono zničí mysl člověka, který ho vlastní.*“ (Pindar, 1915, s. 611) Zlato bylo od počátku věků považováno za symbol moci, síly a stálosti. Jeho historickou důležitost podkládá i text v Bibli, kdy Bůh Mojžíšovi kromě šíření Desatera sdělil přesné instrukce ohledně stavby svatyně a archy úmluvy umístěné uvnitř, která měla být obložena čistým zlatem.

Mimo samotné stavby měl být zlatem pokryt i nábytek a veškeré ozdobné předměty. (Bernstein 2004; Bible, 2005; Pindar, 1915)

Zlato je tvárné a měkké, vyznačuje se chemickou stálostí (stálý jas), odolností vůči oxidaci a jeho vysoká hustota umožňuje, aby velmi malé množství fungovalo jako peněžní jednotka výrazné hodnoty. Díky svým ojedinělým vlastnostem zůstává většina doposud vytěžené zlata kolem nás (v muzeích, numismatických sbírkách, rezervách centrálních bank a také jako každodenní dekorace nás občanů). O tom, že zlato vyhrává války, je nejbezpečnějším aktivem v době krize a strhává na sebe pozornost, věděl velmi dobře nejen Ferdinand II. Aragonský, který v roce 1511 promluvil ke svému lidu, aby sehnali tolik zlata, co je v jeho silách<sup>2</sup>, ale také Naten Rotschild v bitvě u Waterloo, který v kombinaci s dluhopisy takto financoval války (viz. příloha P VI.). (Bernstein, 2004; Vzestup peněz, 2009)

System pevných měnových kurzů byl využit především v Systému zlatého standardu (1871-1914), ve kterém je vnitřní hodnota měnové jednotky vázána na měnový kov (zlato) a v rámci Brettonwoodského mezinárodního měnového systému (1944–1971, poslední modifikace Zlatého standardu). Dolar se stal hlavní světovou rezervní, transferovou i transportní měnou. Amerika ze systému výrazně profitovala jak na poplatcích za všechny vykonané směny vůči dolaru na světě<sup>3</sup>, tak i v pronikání amerického kapitálu do nesocialistického světa a odstranění měnového rizika. Z tohoto důvodu se systém nazýval standardem dolarové devizy a byl postaven na 3 pilířích:

- jedinou za zlato směnitelnou měnou byl americký dolar. Ostatní země musely vyjádřit své měnové parity obsahem zlata svých měnových jednotek nebo jejich kursem k americkému dolaru, který měl stanoven fixní kurs ve zlatě na 35 USD za 1 Oz od roku 1934,

---

<sup>2</sup> Ferdinand II. Aragonský si uvědomoval i náročnost těžby zlata. I v současné době šachty v jihoafrických zlatých dolech sahají do hloubky 12 tisíc stop s teplotou až 54 °C. Pracuje zde přes 4000 zaměstnanců, z nichž 90 % tvoří černoši. Bernstein ve své knize cituje z pramene, jenž uvádí: „K získání jedné unce ryzího zlata je potřeba 38 hodin práce jednoho horníka, 1400 galonů vody, dávka elektřiny, se kterou by velká domácnost vydržela 10 dní, 282-565 krychlových stop stlačeného vzduchu a množství různých chemikálií, jako je kyanid, různé kyseliny, olovo, borax a vápno.“ (Bernstein, 2004, s. 30)

<sup>3</sup> V současné době nejvýraznější útok proti americkému dolaru zahájila 12. 9. 2012 Čína. Ve svém prohlášení oznámila, že je schopna prodávat ropu ve vlastní národní měně, nikoliv dolaru. Pokles kurzu je doprovázen i výrazným výpadkem příjmů do státního rozpočtu USA za konverzi měny. Čína, která není těžařskou zemí, uzavřela dohody s Ruskem, Saudskou Arábií, Iránem, Venezuelou, Irákem a dalšími, které jí se 100% garancí prodají požadovaný objem. Hodnota indexu US Dollar se po tomto oznámení propadla z 81,467 na 79,73 bodů. Tato událost má zásadní dopad na budoucnost světových financí. (Schortgen JR, 2012)



- centrální banky musely na devizových trzích intervenovat, pokud se od sebe navzájem parity měnových kurzů pohybovaly  $\pm 1\%$ ,

- měnové kurzy jednotlivých zemí se mohly měnit po dlouhodobé (většinou roční) nerovnováze, která se projevovala deficitem nebo přebytkem platební bilance. Změna mohla probíhat na základě předchozího souhlasu všech ostatních členů. (Král', 2010)

Z důvodu pasiva americké platební bilance v průběhu Korejské války (1950–1953) a následného poklesu amerických měnových rezerv procházel dolar krizí<sup>4</sup>, která se přelila do celého systému. 19. 3. 1968 byla prezidentem USA Lyndonem Johnsonem zrušena existence zlatého krytí amerického dolaru ve vnitrostátním oběhu a 15. 8. 1971 byla jednostranným aktem USA zrušena vnější směnitelnost amerického dolaru za zlato a tím de facto zanikl Brettonwoodský systém pevných měnových kurzů. (Král', 2010)

Steve Forbes, mediální magnát, a mnozí další ekonomové (např. bývalý šéf světové banky Robert Zoellick) věří, že návrat USA ke zlatému standardu by byl řešením současných ekonomických, monetárních a fiskálních potíží. Odpůrci namítají, že by mohlo dojít k poklesu růstu ekonomiky. (Forbes, 2012; Kain, 2011)

**Systém pohyblivých měnových kurzů.** V systému pohyblivých měnových kurzů se užívají papírové peníze, které nejsou kryté měnovým kovem. Jejich hodnota je stanovena zákonem. Kurzy měn jednotlivých států jsou tvořeny na základě nabídky a poptávky na světových devizových trzích. Systém začal fungovat po pádu Brettonwoodského měnového systému v roce 1971. (Král', 2010)

*Tabulka 2 Výhody a nevýhody systému pohyblivých měnových kurzů [Král', 2010]*

Výhody a nevýhody systému pohyblivých měnových kurzů	
+	platební bilance příslušné země se vyrovná rychleji (za cenu devalvace měny)
+	centrální banka nepotřebuje prakticky žádné měnové rezervy
-	nezamezuje přelévání inflace z jedné země do druhé
-	pokles měnového kurzu v důsledku spekulativních obchodů

<sup>4</sup> Deficit platební bilance USA, z důvodu válečných výdajů a zvýšené inflace, byl k okamžiku zrušení BMMS v létě 1971 ve výši 72 mld. USD a objem zlatých měnových rezerv pouhých 12 mld. USD. (Schortgen JR, 2012)

-	cenové kalkulace a proces ekonomického plánování jsou pro společnosti obchodující se zahraničím obtížně předvídatelné
-	vyrovnání platební bilance probíhá pod silnou devalvací měny

### 1.2.2 Základní kurzové režimy

Z údajů výroční zprávy MMF pro rok 2010<sup>5</sup> bylo na světě definováno celkem 10 kurzových režimů. Jejich podrobný soupis spolu se zařazením podle využívaného rámce měnové politiky je součástí přílohy P 1. Mezi nejdůležitější kurzové režimy patří:

**Režim se společnou měnovou jednotkou.** V rámci režimu daná země používá měnu jiné země jako svoje legální platidlo bez toho, aby se podílela na monetární politice příslušné národní banky, nebo se stala členem měnové unie. Často se jedná o dolarizaci (Ekvádor, Panama) nebo euroizaci (Kosovo, San Marino, Černá Hora). V tomto režimu bylo v roce 2010 celkem 12 zemí.

**Režim měnového výboru (Currency board).** Funguje jako režim pevného kurzu bez pásma oscilace, v jehož rámci je centrální banka nahrazena měnovým výborem. V roce 2010 byl tento režim platný pro 13 zemí, mezi něž patří například Bosna a Hercegovina, Bulharsko nebo Hong Kong.

**Režim pevného měnového kurzu.** Centrální banka stanoví centrální paritu domácí měny vůči zvolené zahraniční měně či koši měn a definuje pásmo oscilace maximálně široké  $\pm 1\%$ . Pokud měnový kurz vybočí ze zvoleného pásma, centrální banka přistupuje k devalvací či revalvací měny. V roce 2010 byl režim pevného měnového kurzu a jeho částečné modifikace uplatňovány v 68 zemích světa (např. Irák, Irán, Chorvatsko, ...)

**Režim pevného měnového kurzu s cílovou zónou.** Tento režim se od režimu s pevným měnovým kurzem liší jen větší šíří pásma oscilace. V roce 2010 jej uplatňovalo Bělorusko a Tonga.

**Režim posuvného zavěšení (Crawling Peg).** Je využíván především v zemích s vysokou mírou inflace. Centrální banka udržuje měnový kurz na fixní úrovni, ale centrální paritu v pravidelných intervalech mění v závislosti na inflaci, či jiné vhodně zvolené makroeko-

---

<sup>5</sup> Výroční zpráva pro rok 2011 uvedené informace neobsahuje, pro rok 2012 zpráva nebyla při zpracování kapitoly ještě publikována. Přesuny jednotlivých zemí v rámci kurzových režimů lze srovnat například se zprávou z roku 2006. Je zde patrné, že k přechodům dochází, často se jedná o rozvojové země (např. Uzbekistán) a rovněž se zvětšil počet kurzových pásem ze 7 na 10. (MMF, 2006; MMF 2010)

nomické veličině (např. HDP, saldu obchodní bilance). V roce 2010 jej využívaly 3 země – Nicaragua, Uzbekistán a Botswana.

**Režim řízeného plování (Floating).** Kurz je tvořen nabídkou a poptávkou na devizových trzích. Centrální banka intervnuje pouze příležitostně, aby zabránila destabilizaci kurzu nebo spekulacím. V roce 2010 floating uplatňovalo celkem 38 zemí, mezi něž patří Kongo, Madagaskar, Indie, Pakistán, Brazílie, Švýcarsko a jiné.

**Režim nezávislého plování (Free Floating).** Kurzový režim bez jakéhokoliv zásahu centrální banky. Kurz se tvoří na základě nabídky a poptávky. Do režimu volného floatingu se v roce 2010 řadilo celkem 30 států, mezi něž patří Austrálie, Kanada, Česká republika, Polsko, USA, země eurozóny a jiné. (MMF, 2006; MMF 2010; Tuleja, 2007)

### 1.2.3 Měnový kurz z časového hlediska

Z časového hlediska se měnový kurz dělí na spotový a derivátový. Spotový trh využívá spotový měnový kurz (spot FX rate), za nějž lze měnu koupit a prodat v reálném čase a k vypořádání dochází do 2 pracovních dnů (T+2). Příkladem může být dohoda o prodeji X USD za X EUR uzavřená 1. Den v měsíci, vypořádání proběhne 3. Den v měsíci. Na termínovém derivátovém trhu se využívá termínového kurzu, který vyjadřuje cenu, za kterou je možné danou měnu koupit nebo prodat v předem dané budoucnosti s předem domluvenými podmínkami. V tomto případě proběhne vypořádání např. za 3 měsíce podle podmínek sjednaných na začátku kontraktu. (Černošlávková, 2007; Jílek, 2005)

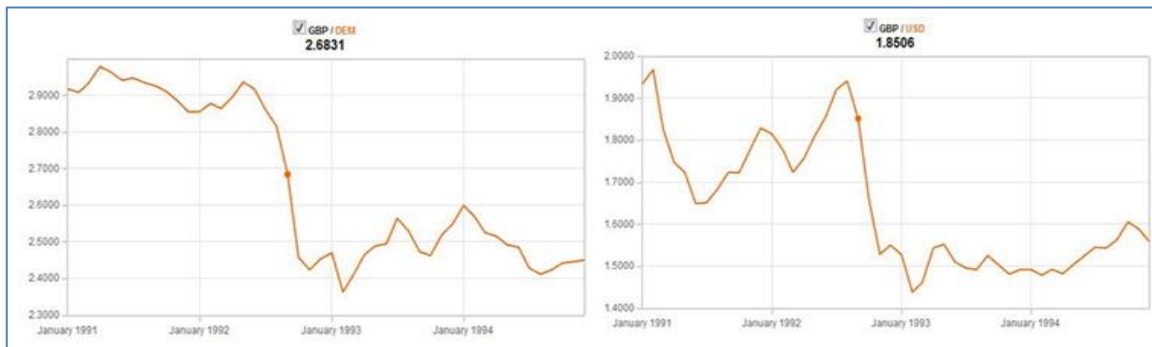
### 1.2.4 Vlivy působící na měnový kurz

Plovoucí měnový kurz je ovlivněn výrazným množstvím faktorů, které mají z krátkodobého i dlouhodobého hlediska rozdílnou závažnost dopadu. Spekulacemi<sup>6</sup> a následnou zvýšenou volatilitou je kurz ovlivněn především v krátkodobém horizontu. Centrální banka se snaží volatilitu eliminovat slovními intervencemi nebo nákupem a prodejem

---

<sup>6</sup> Mezi nejznámější a nejuspěšnější spekulace patří útok George Sorose na britskou libru 16. září 1992. Proti tomuto útoku nezmohla nic ani Bank of England a toho večera byla nucena oznámit odchod z ERM. Sorosův zisk na short pozici není přesně známý, odhady jsou kolem 1 mld. GBP nebo USD. „The Times“ uvádí zisk až 10 mld. USD. Ztráty z intervencí Bank of England byly podle oficiální zprávy 3,3 mld. GBP, což podle mého přepočtu činí cca 580 mld. USD, v přepočtu na HDP byly ztráty vyčísleny ve výši 0,6 % HDP. (údaje využité k vyčíslení ztrát - HDP v roce 1992 1 040 mld. USD, kurz GBPUSD 16. 9. 1992 - 1.8734, kurz GBPUSD 17. 9. 1992 - 1.7720). V současné době lze pozorovat dlouhodobě zvýšenou volatilitu eura, které je podrobeno nákupům a výprodejům především před a po summitech EU a aukcích dluhopisů problémových států - Španělsko, Itálie a jiné. (Chard, 2012; Laidi, 2012; Trading Economics, 2012; Urban, 2011)

zahraničních měn (tzv. cizoměnové intervence). Těmito kroky centrální bankéři brání destabilizaci mezinárodního obchodu, ale nepůsobí proti dlouhodobému trendu. Centrální banky v daném případě využívají plovoucí měnový kurz. (Jílek, 2005)



Obrázek 1 Vývoj kurzu GBPDEM a GBPUSD před a po útoku na britskou libru

Zdroj: fxstreet.cz, 2012



Obrázek 2 příklad volatility páru EURUSD

Zdroj: futuresmag.com, 2012

V dlouhodobém horizontu je kurz ovlivněn zejména platební bilancí, makroagregáty a úrokovými sazbami. Jejich bližší charakteristika a dopady jsou uvedeny dále. Dopady na budoucí vývoj kurzu analyzuje například fundamentální analýza a krátkodobé výkyvy zkoumá a predikuje mimo jiné makroekonomická analýza, která je na rozdíl od fundamentální analýzy rozšířena o další makro-, mezzo- a mikroagregáty. (Král', 2003)

Praktická ukázka využití fundamentální a makroekonomické analýzy je součástí kapitoly 6 a přílohy P3, P4, P5 – Evropská dluhová krize a analýza nejvýznamnějších ekonomik.

**Platební bilance:** Je definována jako souhrn všech plateb a inkas za exportované a importované zboží a služby v dané ekonomice v určitém časovém úseku (nejčastěji 1 rok). Je jedním z nejdůležitějších makroagregátů, z nichž se dlouhodobě formuje kurz měny. Protože je postavena na účetním principu, musí být vždy na konci období vyrovnána. (Král', 2010)

Struktura platební bilance je zobrazena na následujícím obrázku.

Části bilance		strana Aktiv	strana Pasiv
Běžný účet PB	I. Bilance výkonů	export zboží	import zboží
	Obchodní bilance	export služeb	import služeb
	Bilance služeb	obdržené příjmy	vyplacené příjmy
	Majetkové příjmy	obdržené převody	provedené převody
	běžné převody	obdržené převody	provedené převody
	II. Majetkové převody	obdržené převody	provedené převody
Kapitálový účet PB	III. Bilance kapitálu	import kapitálu (příjmy ze závazků popřípadě úbytek pohledávek vůči zahraničí)	export kapitálu (výdaje ze závazků popřípadě přírůstek pohledávek vůči zahraničí)
	IV. Chyby a omyly	pevně nezařazené transakce	pevně nezařazené transakce
	V. Devizová bilance	zvýšení devizových rezerv centrální banky	snížení devizových rezerv centrální banky

Obrázek 3 Struktura platební bilance

Zdroj: Král', 2010

V rámci ekonomik specializujících se na zahraniční obchod je z platební bilance významný běžný účet a jeho obchodní bilance (export a import zboží). Běžný účet je součtem bilance výkonů a majetkových převodů. Obchodní bilance zahrnuje export a import zboží a výkony za práci ve mzdě. Obchodní bilance se člení na 10 částí (potraviny, suroviny, hotové výrobky, ...) a po jejich důkladné analýze je možné predikovat vývojové trendy v ekonomice. Dlouhodobě negativní stav platební bilance se projeví na úrovni měnového kurzu jeho oslabením a naopak. Skladba spotřeby dané ekonomiky ovlivní budoucí efektivitu – pokud v ekonomice dochází „ke koupi“ kapitálových investic, odrazí se koupě pozitivně v budoucích letech. Opakem je konzumní společnost, která když vše „projí“, zadělává si do budoucna na vážný problém, který se projeví jak v deficitu platební bilance, tak posléze i kurzu měny. Tato situace může vyvolat inflaci, na kterou centrální banka s největší pravděpodobností bude reagovat zvýšením úrokových sazeb. (Bizer, 2003)



Obrázek 4 Stav obchodní bilance, míry inflace, kurzy GBPUSD a úrokových sazeb ekonomiky Velké Británie v letech 2002 až 2006

zdroj: [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), 2013

**Makroagregáty:** objem HDP a jeho vývoj, podíl ekonomiky na světovém vývozu, dovozu a objemu produkce, objem a vývoj vývozu, dovozu, platební bilance, struktury jednotlivých odvětví v ekonomice, jejich podíl na tvorbě HDP, výše státního rozpočtu, jeho saldo a jeho vývoj, množství peněz v ekonomice a jejich vývoj, růst produktivity práce a vývoj za celek i za jednotlivá hlavní odvětví, výše státního dluhu, jeho struktura a příští vývoj, úroveň a vývoj nezaměstnanosti, výše úrokových sazeb na vnitřním peněžním, objem průmyslové výroby, výše inflace, výše devizových rezerv a jiné. (Král', 2003)

**Mezzo-, Mikroagregáty:** měsíční vývoj obchodní bilance, průmyslové výroby, zaměstnanosti, indexu dovozních a vývozních cen, produktivity práce, inflace měřené indexy výrobních a spotřebitelských cen, zakázkového krytí výroby pro příští měsíce a index spotřebitelské důvěry. (Král', 2003)

**Úrokové sazby:** kurz je možné posílit zvýšením úrokových měr (dopadem je pokles exportu a HDP, nekonkurenceschopnost vývozu) a oslabit snížením úrokových měr (zvyšuje ceny dovozu – možný vznik dovozní inflace). (Jílek, 2005; Král', 2003)

### 1.3 Měnový trh

Měnový trh je místo, kde se nabídka střetává s poptávkou a dochází k tvorbě optimální ceny devizového kurzu. Světový devizový trh je tvořen jednotlivými historicky etablovanými trhy a spolu s jednotlivými produkty tvoří plně funkční obchodní systém. Dělí se na dílčí trhy na základě různých hledisek, mezi něž patří například:

- způsob regulace (vnitrostátní regulované trhy, neregulované OTC trhy<sup>7</sup>),
- druh obchodovaných měn (regionální a světové trhy),
- doba vypořádání (spotový, forwardový a swapový),
- druh realizovaných obchodních operací a jiné. (Král', 2010; Taušer, 2007)

Vnitřní devizový trh se skládá z mezibankovního a retailového trhu (trhu domácností a jiných nebankovních subjektů). Mezibankovní trh je tvořen vztahy mezi jednotlivými obchodními bankami, centrální bankou a makléři (brokery). Obchody probíhají na základě

---

<sup>7</sup> Neregulované OTC trhy mohou fungovat paralelně s regulovanými, od kterých se v důsledku působení historických událostí odčlenily. Příkladem míst, kde fungují i neregulované trhy, je Londýn, New York nebo daňové ráje. Devizové operace se v podstatě od operací na regulovaném trhu neliší, jen jsou pro účastníky levnější, protože nepodléhají daňovým odvodům. (Taušer, 2007)

příkazů klientů a z vlastní podnikatelské činnosti banky. Příkazy mezi klientem a bankou jsou realizovány na retailovém trhu. (Král', 2010)

Foreign Exchange (Forex) je největším finančním trhem na světě s průměrným denním obratem více než 4 billióny USD. Je sítí propojených bank, investičních fondů, pojišťoven a brokerských společností, který, na rozdíl od burzy, nemá jedno centralizované místo. Až 95 % objemu obchodů tvoří spekulativní investice k dosažení zisků. 90 % obchodů je tvořeno investicemi do 8 hlavních měn (USD, EUR, JPY, GBP, CHF, CAD, AUD, NZD). Mezi nejčastěji obchodované páry se řadí EUR/USD (32 % celkového obchodovaného objemu), GBP/USD (28 %), USD/JPY (13 %), AUD/USD (8 %), USD/CHF (4 %), USD/CAD (3 %), NZD/USD (1 %), ostatní (28 %). (Vobořil, 2011)

Trh je otevřen 24 hodin denně, dosahuje vysoké likvidity s možností rychle zbohatnout nebo zchudnout<sup>8</sup>. Nepřetržité obchodování začíná ve 23 hodin středoevropského času v Sydney a postupuje přes Tokio, Londýn, New York zpět do Sydney. Investoři tak mohou vždy reagovat na aktuální vývoj. (Vobořil, 2011)



Obrázek 5 Obchodní hodiny na FOREXu

Zdroj: Vobořil, 2011

Účastníky měnového trhu je možné dělit do 5 kategorií, které tvoří drobní klienti, velké národní a nadnárodní společnosti, banky a centrální měnové autority, bankovní a nebankovní dealeri a brokeři, spekulanti a arbitražéři. (Taušer, 2007; Král', 2010)

### 1.3.1 Drobní klienti

Mezi drobné klienty se řadí menší importéři, exportéři a občané využívající valuty pro účely cestovního ruchu. Z důvodu malých objemů jednotlivých devizových transakcí mají nejméně výhodné podmínky a na trh vstupují prostřednictvím zprostředkovatelů (bank).

<sup>8</sup> Vysoký pákový efekt 20 : 1 až 100 : 1 láká i mnoho nezkušených a mladých investorů. Na akciových a komoditních trzích se pákový efekt pohybuje od 2 : 1 do 10 : 1. (Vobořil, 2011)

Poplatky za nákup a prodej valut dosahují cca 4 % z objemu transakcí, případně je stanovený vyšší spread na jednotlivých měnách. (Král', 2010)

### 1.3.2 Velké národní a nadnárodní společnosti

Tyto společnosti využívají při své hlavní činnosti často devizové a zahraničně-úvěrové operace. Díky velkému objemu zrealizovaných operací jsou jim prostřednictvím nadnárodně působících bank nabídnuty výhodné podmínky, případně prostřednictvím dcer zakládají vlastní banky.<sup>9</sup> V současné době tyto subjekty realizují i čistě spekulativní obchody s dočasně volnými prostředky za účelem dosažení mimořádných zisků. (Král', 2010)

### 1.3.3 Banky a centrální měnové autority

Nejvýznamnějšími účastníky z hlediska zrealizovaného objemu devizových operací na měnovém trhu jsou obchodní banky<sup>10</sup>. Jsou ze zákona pověřeny k výkonu devizových a zahraničně-platebních operací na území daného státu a tvoří páteř celého devizového trhu. Operace jsou pro klienty vykonávány na základě komisionářské smlouvy (na cizí účet). Banky vykonávají i devizové obchody na vlastní účet s cílem spekulace na zisk. Specifickou pozici tvoří centrální měnové autority. Vytvářejí pravidla fungování vnitrostátního devizového trhu, dozorují mu a řídí devizovou politiku státu spolu s již zmíněnými intervencemi ve prospěch domácí měny. (Král', 2010)

---

<sup>9</sup> Mezi průkopníky vlastní podnikové banky na našem území patří firma Baťa, která za působení Dominika Čipery zřídila v roce 1919 vlastní vnitropodnikovou banku. Díky propracovanému systému ukládání finančních prostředků od svých zaměstnanců firma Baťa akumulovala dostatečné množství kapitálu pro modernizaci a expanzi firmy. Navzdory hospodářské krizi ve 30. letech se Baťovi dařilo rozšiřovat závody po celém světě. Expanze byla navíc od roku 1931 usnadněna získáním oprávnění československé Národní banky k devizovým operacím. V současnosti mají vlastní podnikové banky mnozí průmysloví giganti, například Siemens, BMW, Daimler. Ve fázi studií proveditelnosti je i projekt vlastní banky společnosti EADS (dcera Airbusu, výrobce armádních letadel CASA), díky níž by se firma mohla dostat k levným finančním prostředkům z ECB. (Lešingrová, 2007; Pokluda, 2009; Shabu, 2012)

<sup>10</sup> Svého dominantního postavení mohou banky zneužívat. Z poslední doby nejznámějším skandálem jsou manipulace s klíčovou sazbou LIBOR (London Interbank Offer Rate), sazbou, za kterou si banky půjčují mezi sebou a ze které se odvíjí sazby na hypotéky a úvěry firmám. Úřady v Británii a USA z manipulací obvinily několik bank z USA, Evropy a Japonska. Barclays již dostala rekordní pokutu 451 mil. USD, sazby měla ovlivňovat od roku 2005. Barclays tvrdí, že podváděla na pokyn Bank of America. Mezi dalšími obviněnými jsou Citigroup, JPMorgan Chase, Deutsche Bank, HSBC, UBS, Mitsubishi UFJ a Royal Bank of Scotland. O podvodech měl FED „neformální informace z trhu“ už v roce 2007. Po pádu Bear Stearns na jaře 2008 FED prověřoval odhady LIBOR dodávané Barclays a posléze předal návrhy na reformu sazby britským úřadům, které je, jak se zdá, ignorovaly. Podle výpočtů Roberta Shapira mohly domácnosti platit na hypotékách o 50 – 100 USD měsíčně navíc. Banky tak mohou čelit žalobám a pokutám, které je mohou přijít až na 22 mld. USD. (Mikulka, 2012; Pearson, 2012; Shabu, 2012; Salas Cage, Hopkins, 2012; Schoenberg, 2012)



#### **1.3.4 Bankovní a nebankovní dealeri a brokeři**

Broker realizuje obchody na účet svého zákazníka, naopak dealer provádí obchody na svůj účet a na rozdíl od brokera nese za tyto obchody veškeré riziko (především ztráty).

#### **1.3.5 Spekulanti a arbitrážeri**

Spekulanti a arbitrážeri obchodují bez vazby na klienta. Rozhodující vliv mají velké banky a významní jednotlivci (Goerge Soros, Waren Buffett, André Kostolany). Primárním cílem spekulantů je vydělat na pohybu měnových kurzů při správném odhadu budoucího vývoje. Spekulace jsou možné od pádu Brettonwoodského měnového systému. Arbitrážeri nespekulují na pohyby kurzů, ale využívají rozdílných cen na různých trzích oddělených prostoro-rově a časově a dosahují bezrizikových výnosů. (Dale, 1996; Taušer, 2007)

## 2 DEVIZOVÉ RIZIKO

Před rokem 2000 bylo obecně riziko definováno jako událost spojená s negativním (resp. nejistým) dopadem. Především v oblasti projektového managementu došlo po roce 2000 k zásadní změně. Autoři knihy PMBOK® namítají, že při dobrém řízení rizika se může spustit proces, který bude mít ve finále pozitivní dopad. V oblasti devizového rizika je tímto pozitivním dopadem dosahování mimořádných zisků z devizových operací s výrazně pozitivním dopadem na strukturu výsledku hospodaření podniku. (PMBOK, 2000)

V užším pojetí jsou devizová rizika ovlivněna pouze pohyby měnových kurzů, jejichž působení ovlivňuje každý subjekt zapojený do mezinárodního obchodu, v širším pojetí se mezi tato rizika řadí riziko transakční cesty, tržní, inflační, obchodně politické a komerční. (Král', 2003; Marvanová, 1995)

Vzhledem k omezenému rozsahu diplomové práce jsou zde devizová rizika definována v užším pojetí jako: „*citlivost aktiv, pasiv a peněžních toků daného subjektu na změny měnového kurzu, ve kterém tyto jeho veličiny reálně vystupují v jeho ekonomickém životě.*“ (Král', 2003, s. 19)

### 2.1 Vznik devizového rizika

Po zrušení vnější směnitelnosti amerického dolaru za zlato (15. 8. 1971) začalo devizové riziko ovlivňovat každého účastníka mezinárodní směny. Kurz se na trzích od té doby neustále mění a v případě, že daný účastník má otevřenou devizovou pozici, dochází v průběhu od kalkulace kontraktu, podpisu, fakturaci a inkasu k realizaci kurzových ztrát nebo zisků. Kromě již zmíněného rizika změny kurzu se pro účastníky trhu objevilo úrokové riziko, které v sobě zahrnovalo negativní dopady pohybu úrokové míry zahraniční resp. domácí měny u úvěrového kontraktu. (Král', 2003)

### 2.2 Typy devizového rizika

Mezi hlavní typy devizového rizika se řadí riziko transakční, ekonomické a translační. Liší se jak podstatou vzniku, tak i jednotlivými nástroji k řízení.

**Transakční devizové riziko.** Riziko plynoucí ze vzniku zisků a ztrát způsobených při vyřazení jednotlivých transakcí v cizích měnách. Týká se poskytnutí nebo přijetí půjček, získání majetku nebo vzniku závazku denominovaných v cizích měnách, dále vzniká při nákupu nebo prodeji zboží a služeb na úvěr znějící rovněž na cizí měnu a dosud nesplně-

ných forwardových měnových smluv. Je součástí ekonomického devizového rizika, které zahrnuje kumulovaný výsledek jednotlivých transakčních rizik. (Shubita, 2011)

**Ekonomické devizové riziko.** Riziko možnosti změny čisté současné hodnoty očekávaného cash flow společnosti způsobené změnou devizových kurzů. Z dlouhodobého pohledu má ekonomické riziko mnohem závažnější dopady na společnost než vzájemné působení transakčního a translačního rizika. Vychází z širokosáhlé ekonomické analýzy, nikoliv pouze z minulých účetních dat a k jeho řízení je třeba vycházet ze strategických plánů společnosti především v oblasti zdrojů, produkce, financí a marketingu. Dopady uvedeného rizika se promítají nepřímo i na domácí subjekty neúčastníci se zahraniční směny v podobě konkurenceschopnosti managementu a produkce. (Shubita, 2011; Taušer, 2007)

**Translační devizové riziko.** Znamé také jako účetní riziko, které je spojené s účetními operacemi nadnárodních společností při konsolidaci účetních závěrek. Při převodu účetních dat dceřiných společností do domácí měny mateřské společnosti dochází z důvodu pohybu měnových kurzů k tvorbě zisků a ztrát. Na rozdíl od transakčních zisků a ztrát nemají přímý vliv na cash flow společnosti a ovlivňují především rozhodování hodnotitelů jednotlivých položek konsolidovaných účetních výkazů. Toto riziko lze eliminovat například pomocí forwardů. (Houston, 1990; Shubita, 2011; Taušer, 2007)

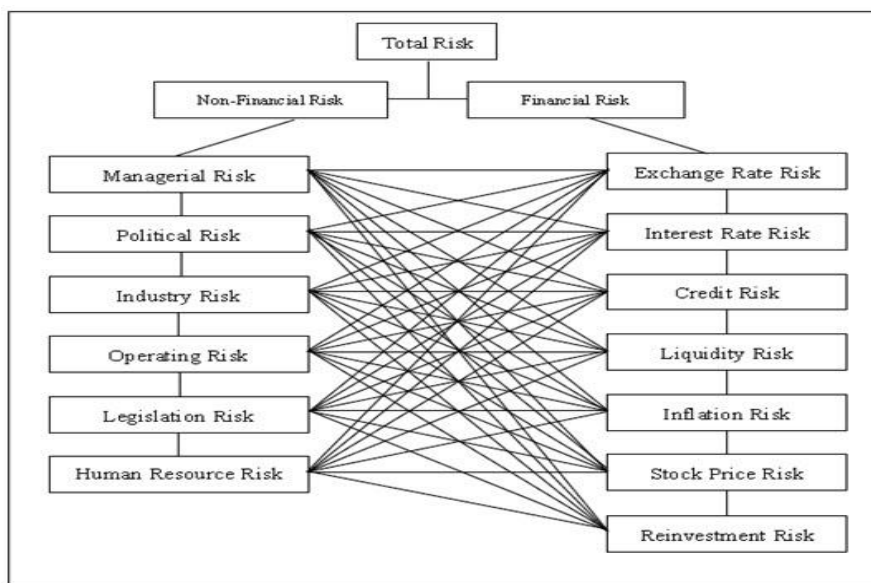
### 2.3 Devizové riziko ve finančním řízení společnosti

Národní finanční systémy se staly v důsledku rozpadu Brettonwoodského mezinárodního měnového systému a sílícímu vlivu globalizace více závislé na vnějším prostředí. Kromě pozitivních stránek (nové technologie, příliv zahraničního kapitálu, atd.) tato změna přinesla i svá negativa (větší inflace, pohyby měnových kurzů, nečekané růsty úrokových sazeb), na které musely firmy, jejichž rozhodující podíl produkční funkce je spojen s vnějším prostředím, rychle reagovat. Vznikla nová vědní a manažerská disciplína Risk management, která mezi běžně sledované a řízené oblasti v podnikové praxi (výroba, marketing, lidské zdroje, ...) zavedla rovnocenný subsystém Financial Risk Management, jehož úkolem je včasně předvídat a kvantifikovat velikost relevantních finančních změn působících na firmu. U českých firem vznikla potřeba řízení devizových rizik po přechodu na tržní systém řízení, tj. od roku 1990. (Král', 2003)

Tento subsystém zajišťuje, že řízení rizik je pravidelně sledováno a případné riziko je existujícími mechanismy včas rozpoznáno a eliminováno. Riziko je v tomto případě možné

členit na finanční a nefinanční. Mezi finanční rizika se řadí již zmíněné riziko změny kurzů měn, úrokové míry, kreditní riziko, likvidní riziko, inflační, reinvestiční a riziko změny ceny cenných papírů. (Faiti, 2012; Vasile, 2012)

Následující obrázek prezentuje vzájemnou propojenost finančních a nefinančních rizik a jasně z něj vyplývá, že v oblasti Risk managementu je důležité řídit všechna rizika bez výjimky. Jiný pohled na členění rizik podle úrovně jednotlivých subjektů (riziko mezinárodní, národní, podnikové) také znázorňuje, že kvalitní řízení finančních rizik je velmi důležité pro stabilitu podniku, resp. stabilitu národní ekonomiky.



Obrázek 6 Rozdělení finanční a nefinančních rizik

Zdroj: Faiti, 2012

Výše dopadů kurzového rizika (riziko volatility měny) se přímo přenáší do výsledovky a následného výpočtu výsledku hospodaření v rozvaze. Nastavení mechanismů pro řízení dopadů volatility měny by mělo probíhat po posouzení podnikatelského cíle a následného zaměření se na řízení nejdůležitějších složek, díky nimž společnost naplňuje svoje poslání. Rostoucí mladé společnosti měří dopady obvykle v poměru k růstu tržeb a zaměřují se na dopady rozvahové, naopak u starších organizací zaměřených na EBITDA jsou požadavky na řízení kurzového rizika přísnější. Problémem všech výkazů je jejich statická povaha, agregace dat, nedostatek transparentnosti a důvěry v data. Pracovníci odpovědného oddělení obdrží agregovaná data bez možnosti ověření transakčních údajů použitých pro výpočet FX rizik a obecně se potýkají s procesními nedostatky, které vedou k neočekávaným kurzovým ziskům a ztrátám (výzkum společnosti SunGard and FIREapps, 2010). Mezi

ně patří špatné nastavení procesů účetních závěrek pro přecenění, chybné účty a rozdílnost ERP systémů, využívajících odlišné přístupy. (Edens, 2010)

Podle českých účetních standardů jsou kurzové rozdíly jednotlivých kontraktů během účetního období zaznamenávány na účtech Kurzové ztráty (Náklady, nejčastěji účet 563) a Kurzové zisky (Výnosy, nejčastěji účet 663). Ne vždy tyto 2 účty vypovídají zcela o schopnosti managementu omezovat devizové riziko. V účetnictví existuje speciální úprava při aplikaci tzv. zajišťovacího účetnictví pro vykazovaná aktiva a závazky v cizích měnách. Tato úprava definuje podmínky pro zajišťovací deriváty, jimiž se podniky zajišťují proti měnovému riziku vzniklých nebo očekávaných smluvních vztahů, jejichž plnění bude v cizí měně a zatím o nich nebylo účtováno. Tzv. „Kurzové rozdíly – dosud nerealizované“ se účtují v účtové skupině 41. Teprve po realizaci smluvních vztahů se tyto dosud nerealizované kurzové rozdíly přeúčtovávají na zmíněné účty nákladů a výnosů. Při finanční analýze společnosti zaměřené na dopady devizové rizika je proto nutné sledovat i účtovou skupinu 41. (Kovanicová, 2009)

### 3 METODY ŘÍZENÍ A NÁSTROJE K ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA

Devizové subjekty po analýze své otevřené pozice<sup>11</sup> musí zaujmout strategii k řízení vzniklých devizových rizik a následně po výběru strategie zvolit i vhodný nástroj k zajištění devizového rizika. Tyto nástroje nekryjí vzniklá devizová rizika pro zúčastněné subjekty rovnoměrně, protože záleží na vyjednávací síle daného subjektu na trhu. (Král', 2003)

#### 3.1 Metody řízení devizového rizika

V rámci metod řízení devizového rizika rozlišujeme konzervativní a agresivní metodu. Jejich využití záleží jak na znalosti devizového trhu, tak i na účelu použití metody.

**Konzervativní metoda** nepovoluje subjektu ponechávat devizové pozice otevřené, ale trvá na jejich uzavření. Společnosti využívající tuto metodu jsou orientovány pouze na tvorbu zisku z hlavní činnosti. Cena služby se pohybuje od 0,5-4 % hodnoty kontraktu a vztahuje se i na zabezpečení úvěrových rizik. (Král', 2003)

**Agresivní metoda**, označovaná někdy jako spekulativní, cíleně vytváří otevřené devizové pozice s úmyslem dosažení mimořádných zisků z devizových operací. Mohou jí využívat i firmy neúčastnící se zahraničních operací s cílem spekulativního uložení volných finančních prostředků. Je zde nutná výborná znalost devizových trhů. (Král', 2003)

#### 3.2 Nástroje k zajištění devizového rizika

Pro efektivní řízení devizového rizika musí mít daný subjekt k dispozici bankovní a burzovní produkty, které umožňují vše od prevence vzniku devizového rizika až po vyrovnání ztráty z jeho případného vzniku.

##### 3.2.1 Nástroje zabraňující vzniku devizového rizika

Tyto nástroje se používají ještě před uzavřením obchodního kontraktu a včleňují se jako jedna z podmínek kontraktu. Patří mezi ně:

---

<sup>11</sup> Devizová pozice je vztah mezi devizovými aktivy a pasivy měn z pohledu úročení, splatnosti a množství. Uzavřená devizová pozice je ve shodě těchto měřítek, otevřená devizová pozice je buď dlouhá (kdy devizová aktiva převyšují devizová pasiva) nebo krátká (kdy devizová pasiva převyšují devizová aktiva). (Král', 2003)

**Volba měny kontraktu** – devizové riziko zcela odpadá jedné ze zúčastněných stran obchodu, kdežto druhá smluvní strana nese devizové riziko celé.

**Použití měnové, resp. kurzové doložky** – vychází z fixace měnového kurzu kontraktu na domácí měnu importéra nebo exportéra. Importér poté zaplatí stejnou částku, kterou za dovoz kalkuloval ve své národní měně. Exportér dostává zapláceno přesně tolik, kolik vypočítal buď v momentu kalkulace vývozní ceny, nebo momentu fakturace kontraktu.

**Paralelní financování a devizové swapy** – základem paralelního financování je dohoda dvou mateřských nadnárodně působících společností o poskytnutí stejně velkého objemu úvěru, který je přepočtený vzájemným kursem na sjednanou úvěrovou částku. V tomto případě nevzniká žádné ekonomické ani translační riziko. Alternativou paralelního financování jsou devizové swapy, kdy si smluvní partneři vymění své pohledávky nebo závazky v různých měnách.

### 3.2.2 Nástroje vyrovnávající ztráty ze vzniku devizového rizika

Mezi nejdůležitější patří:

**Devizové termínové obchody** – ihned po rozpadu Brettonwoodského mezinárodního měnového systému a vzniku pohyblivých měnových kurzů byly vyvinuty produkty, které by eliminovaly devizové riziko za přiměřenou cenu a všemi akceptovatelnou cenu. Mezi nejvíce využívané se zařadily zejména:

Termínová (forwardová) devizová operace za termínový kurz – základním znakem těchto operací je, že uzavření kontraktu probíhá v přítomnosti, plnění kontraktu nastává až v budoucnosti (déle než 2 dny). Při každém větším obchodu (cca nad 1 mil. USD) banky často svým klientům postaví termínový kurz na libovolně dlouhé období podle jeho konkrétních potřeb včetně přesnosti na ním požadovaný den. Podstata termínového (forwardového) kurzu vychází z ocenění rozdílné úrovně základních úrokových sazeb na stejnou dobu z obou vzájemně obchodovaných měn. Výhodou obchodu je, že klient bance neplatí žádný poplatek. Banka vyžaduje složení zálohy (tzv. collateral), která se pohybuje v rozmezí 5 -15 % objemu transakce v závislosti na délce forwardového obchodu. (ČSOB, 2013, Taušer, 2007)

Výměnná (swapová) operace za swapový kurz – operace je kombinací promptního a termínového obchodu. Swapová sazba je určena výlučně různou úrovní úrokových sazeb v zúčastněných zemích. Swapová sazba je rozdíl mezi promptním a termínovým kurzem.

Mezi základní typy swapových operací patří spot – forward = dealer banky devizy nakupuje za promptní kurz a současně ten samý objem deviz na termín prodá nebo forward – forward = devizy dealer prodává za promptní kurz a současně ten samý objem v té samé měně na termín kupuje. (Král', 2010)

Devizové futures – futures mají shodné znaky s forwardovými operacemi. Podstatou je také termínovaný kontrakt na předmětnou zahraniční měnu, tzn. s dodáním minimálně za 3 pracovní dny. Futures se od forwardů odlišují tím, že probíhají zásadně na organizovaných trzích (burza) a jsou standardizovány (je stanoveno množství v letech, týká se pouze vybraných měn, dodací lhůty jsou ke každé 3. Středě v měsíci březen, červen, září a prosinec, obchody probíhají výlučně přes brokera a obchod se vyrovnání prostřednictvím clearingové ústředny, kde všechny zúčastněné subjekty mají složené dostatečné depozitium (collateral nebo margin)). Často se využívají pouze ke spekulacím účelům. (Král', 2010)

Devizové opce – základní vlastností devizových opcí je právo, nikoliv povinnost nabyvatele opce nakoupit (kupní call opce) nebo prodat (prodejní put opce) stanovený objem deviz v rámci sjednaného časového období za dohodnutou cenu (ve formě prémie). Opční devizové obchody se v průběhu času rozvinuly i do klasických spekulacím opcí. Prémii lze charakterizovat jako cenu, za kterou si osoba oprávněná z kontraktu kupuje u vypisovatele právo odstoupit od smlouvy. Její výše závisí na době splatnosti opce, výši úrokového diferenciálu, rozdílu mezi promptním a opčním kurzem v době uzavření kontraktu a rizikovosti příslušné měny. Mimo rozdělení na kupní (právo koupit dohodnuté množství deviz) a prodejní opce (právo prodat dohodnuté množství deviz) se opce z časového hlediska dělí na americké a evropské a podle standardů na standardizované a over the country. U americké opce může oprávněná osoba z kontraktu požadovat plnění kdykoliv po uzavření kontraktu a u evropské opce plnění probíhá k pevně stanovenému datu. Standardizované devizové opce mají předem stanoveny všechny parametry (objemy, strike price a termíny splatnosti – 4 shodné s termíny pro obchody futures). Over the country devizové opce je možné s vypisovatelem (velkou nadnárodní bankou) domluvit za nestandardizovaných podmínek. (UniCredit Bank, 2013; Veselá, 2007)

**Finanční hedging** – tento způsob je možné efektivně využít pouze při operacích dojednaných s dokumentárními inkasy a dokumentárními akreditivy, kde je 100% jistota, že platba proběhne v přesně sjednaný čas. Devizový subjekt uzavírá dosavadní otevřenou pozici prostřednictvím opačné devizové, depozitní nebo úvěrové operace ve stejné měně, stejném



objemu a ke stejnému dni splatnosti první operace. Výhodou pro devizový subjekt je zvýšení rentability a lepší řízení likvidity. (Král', 2010)

**Systém rychle a pomalu** – systém vychází ze znalostí budoucího směřování kursu měny. Dlužník bude mít snahu svůj závazek splatit ve své národní měně co nejrychleji, pokud bude mít informace o budoucí devalvaci vlastní měny (leading). Opakem je situace, kdy dlužník ví, že jeho národní měna bude k okamžiku splatnosti, nebo několik dnů po něm, zpevňovat vůči měně kontraktu. Odkládáním konverze domácí měny na co nejpozdější dobu dlužník získá mimořádný zisk (lagging). Tyto operace nelze používat u pevně zavázaných plateb např. dokumentárního akreditivu. (Král', 2010)

**Prodej pohledávek** – devizový subjekt prodá svou devizovou pohledávku před lhůtou splatnosti. Výhodou je pohodlné řízení devizového rizika a účinná optimalizace cash flow.

**Pojištění rizika devizového kursu** – tento výrazně drahý nástroj sjednávají velké pojišťovny na existující vývozní pohledávky. Kromě ceny je značnou nevýhodou i skutečnost, že devizové riziko se kryje jen do určité úrovně (např. 5% oslabení měny, co je nad 5 % si devizové subjekt kryje sám). (Král', 2003)

**Mezinárodní leasing** – způsob vyrovnání ztráty ze vzniku devizového rizika přes mezinárodní leasing je pouze okrajový a moc nevyužívaný. Dovozce uzavře s leasingovou společností na pronájem a případnou koupi předmětu leasingu v jeho domácí měně, zatímco leasingová společnost uzavírá smlouvu s exportérem v měně kontraktu a nese všechna devizová rizika. Tyto rizika však leasingová společnost promítá do ceny nájmu. (Král', 2010)

### 3.2.3 Nástroje redukující devizové riziko

Patří zde různé modifikace placení předem, zálohy, platby po částech nebo systémy konstruované formou měnového koše, jehož složky se vyvíjely v proti sobě jdoucích lhůtách a objemech splatnosti.

### 3.2.4 Nástroje k předcházení vzniku devizového rizika

Mezi nejčastěji používané nástroje k předcházení vzniku devizového rizika patří dostatečně velká tvorba rezerv k jejich krytí. Tato rezerva se zahrnuje jako ekonomická přírážka do kalkulované ceny a musí být tak velká, aby v případě vzniku devizového rizika pokryla jeho plnou výši. Z tohoto důvodu je zboží vyvážené do ciziny často dražší než na domácím trhu.

## 4 PREDIKCE MĚNOVÉHO KURZU

Celý proces řízení devizových rizik od analýzy devizové pozice firmy, přes volbu metody a nástrojů k zajištění rizik by byl zbytečný, kdyby daný subjekt nebyl schopný úspěšně predikovat měnový kurz. V určitých případech není vhodné uzavírat otevřené devizové pozice, proto se v minulosti vyvinulo několik teorií, které k predikci měly posloužit. Většina z nich se v průběhu času ukázala jako chybná a způsobila subjektům velké finanční ztráty, protože zcela nebo částečně nerespektovaly základní ekonomické faktory v zemi. Tyto podstatné faktory, především ekonomické, ovlivňující měnový kurz jsou vymezeny v kapitole 1.2 Měnový kurz. V této kapitole budou doplněny o faktory politické, psychologické a nefundamentální, kterými se zabývá především fundamentální, technická a makroekonomická analýza. Mezi chybné teorie patří Teorie parity kupní síly, Fisherův efekt, Mezinárodní Fisherův efekt, Teorie úrokové míry<sup>12</sup>. Jedinou částečně vypovídající teorií je teorie platební bilance, které se opírá o makroekonomická data. Mimo těchto teorií se z důvodu zvýšené volatility měnových kurzů zvýšila poptávka po kvalitní predikci měnových kurzů a nadnárodní finanční subjekty a výzkumná pracoviště vyvinula celou řadu postupů – metod zabývajících se predikcí devizových kurzů. K nejdůležitějším se řadí fundamentální analýza, psychologická analýza, technická (charterová) analýza, makroekonomická analýza, metoda Random Walk, teorie „bublinového efektu“. Tyto postupy se od sebe liší metodologií, rozdílnými nástroji a postupy a prognózou zkoumaného subjektu v různých časových horizontech. Jejich společným znakem je předpoklad špatně oceněného (nadhodnoceného, podhodnoceného) zkoumaného instrumentu. (Král, 2003; Veselá, 2007)

### 4.1 Fundamentální analýza

Od počátku 70. Let se pro příští kurzové vývoje jednotlivých měn začala využívat modifikace klasické fundamentální analýzy, která analyzuje základní makroekonomické ukazatele a na základě jejich kvantifikovaných odhadů prognózuje příští kurzový vývoj měn. Základní analyzovanou skupinou jsou faktory ekonomické, případně i politické, přírodní

---

<sup>12</sup> Například v teorii parity úrokové míry se předpokládá, že nelze vytvářet zisky z arbitráží v důsledku různých úrokových sazeb v různých zemích. Veškeré zisky z důvodu rozdílných úrokových sazeb budou vymazány z důvodu následné úpravy směnných kurzů na konci investičního horizontu. (Hague, 2010)

(včetně sezónních) a faktory spekulční. Ekonomické faktory ovlivňující měnový kurz jsou stručně vyjmenovány v kapitole 1.2 Vlivy působící na měnový kurz. (Král', 2003)

V praktické části diplomové práce se zabývám jednotlivými makro a mezzo indikátory České republiky, Eurozóny a USA. Jak jednotlivé ukazatele, kterými jsem se zabýval, působí na měnový kurz je charakterizováno v kapitole 1.2.4 Vlivy působící na měnový kurz.

## 4.2 Technická analýza

Technická analýza je považována za nejstarší přístup prognózy budoucího vývoje cen zkoumaných instrumentů (akcií, měn, komodit). Její výrazná současná podoba sahá až na asijské rýžové trhy do 18. Století. Tento analytický přístup se na základě studia grafů znázorňujících minulý vývoj snaží pomocí sofistikovaných matematicko-statistických metod odhadnout budoucí vývoj. Techničtí analytici tvrdí, že pouze na základě studia grafů jsou schopni rozpoznat, co přijde. Nezahrnují do výpočtu fundamentální faktory, které jsou zkesleny psychologickými a nefundamentálními vlivy, a mají nepředvídatelný charakter. (Veselá, 2007).

## 4.3 Makroekonomická analýza

Analýza je modifikací fundamentální analýzy, ze které jsou abstrahovány politické, přírodní a spekulční faktory ovlivňující vývoj dané měny a současně je rozšířena o další makro, mezzo a mikro agregáty zkoumané měny. Predikujeme díky ní krátkodobé výkyvy devizového kurzu. (Král', 2003)

## 4.4 Ostatní metody

Mezi další metody řadíme již zmíněnou **psychologickou analýzu**, **teorii randow walk** a **teorii „bublinového efektu“**. Vzhledem k omezenému rozsahu této práce nebudu tyto metody dále rozebírat.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 ANALÝZA SPOLEČNOSTI

HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. byla zapsána do obchodního rejstříku u Krajského obchodního soudu v Brně 13. 1. 1994. Sídlo společnosti se nachází ve Zlíně, Prštné – Kútiky 637. Hlavním předmětem činnosti je nákup a prodej zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej. Jedná se zejména prodej o spotřební elektroniku a kuchyňské elektrospotřebiče. Patří mezi přední společnosti zabývající se na českém trhu danou oblastí. Vlastní a provozuje 33 maloobchodních prodejen Euronics, vlastní i obchodní značku Proton. Exklusivně zastupuje elektrospotřebiče značek GoGEN, Hyundai, Goddess a Gallet a dodává systém centrálního vysávání a rekuperací Axpír / Al-der. V současnosti provozuje 3 horské hotely v Beskydech a Ski areál ve Velkých Karlovicích. Statutárním orgánem k 31. 12. 2011 byli jednatele Ing. Večera Daniel (Velké Karlovice) a Danuše Hradilová (Lípa). V současné době zaměstnává zhruba 400 zaměstnanců. Společnost spadá do klasifikace ekonomických činností – CZ-NACE: 46430: Velkoobchod s elektrospotřebiči a elektronikou. (Účetní závěrka HP TRONIC Zlín, spol. s r.o., 2008-2011)



Obrázek 7 Logo společnosti HP Tronic Zlín, spol. s r.o. a logo maloobchodních prodejen Euronics a Proton

Zdroj: HP Tronic Zlín, spol. s r.o., 2013

SWOT analýza je zpracována podle mého osobního názoru. Zaměřil jsem se na střet stability společnosti a snižující se kupní síly obyvatel. Vyplyvá z ní značná závislost na budoucím vývoji světové ekonomiky a kupní síle obyvatel. Příležitosti jsou ovlivněny kupní silou a výší tržeb, které společnost inkasuje za prodej výrobků.

Tabulka 3 SWOT analýza [vlastní zpracování]

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>- dlouhodobá tradice</li> <li>- dominantní postavení na trhu</li> <li>- schopný management</li> <li>- dobře zacílené portfolio výrobků</li> <li>- inovativnost výrobků</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- informační systém</li> <li>- závislost na vývoji ekonomické situace a kupní síly obyvatel</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>- silný investiční potenciál</li> <li>- možnost rychlé expanze</li> <li>- možnost spolupráce s velkými odběrateli</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- levnější asijská konkurence</li> <li>- kurzové výkyvy</li> </ul>

## 5.1 Finanční analýza

Veškeré údaje, které se vztahují k finanční analýze, jsou převzaty z výročních zpráv společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o., K+B Progres, a.s., FAST ČR, a.s. a finanční analýzy podnikové sféry Ministerstva průmyslu a obchodu.

Společnost i přes vzniklou globální ekonomickou situaci hospodaří racionálně, krize jí ovlivnila, dopad nebyl tak výrazný jako v jiných cyklických odvětvích. Díky kvalitními managementu se společnosti podařilo stát se dominantním hráčem na trhu s exkluzivním zastoupením pro ČR. I díky této skutečnosti společnost musela výrazně investovat do dlouhodobého finančního majetku v podobě podílů s rozhodujícím a podstatným vlivem. Z povahy podnikání se aktiva společnosti skládají především z oběžných aktiv, jejichž nákupy jsou financovány krátkodobými úvěry. Zadlužení společnosti tím pádem výrazně převyšuje zadlužení odvětví. Společnost je financována ze 70 % cizím kapitálem. Podle mého názoru je takové zadlužení do budoucna riskantní (při stávajících problémech evropské a americké ekonomiky) a mohlo by v případě nepříznivé finanční situace na měnových trzích ovlivnit doposud výborné výsledky dosahované společností. Nákupy i prodeje zboží probíhají ve větší míře v devizách a případné znehodnocení eura, dolaru a jiných provázaných měn spolu s inflací vyvolanou kvantitativním uvolňováním FEDu a ECB by mohlo mít velice negativní následky, které by se promítly negativně jak do výkonových ukazatelů, tak i ceny jednotlivých produktů a následně propadu poptávky. Snížení zadluženosti by tomuto problému mohlo částečně předcházet.

Pozitivně hodnotím i racionální omezování počtu pracovníků v období krize. Že bylo toto snižování stavu efektivní, potvrzují i provedené analýzy (např. poměr osobních nákladů na výnosech). Společnosti se daří dosahovat i kladných hodnot ČPK a disponovat potřebným polštářem. Myslím si, že výše ČPK je dostačující. Při jeho dalším zvýšení nad 100 mil. Kč by mohlo docházet k umrtvení kapitálu. Pokud by byla potřeba ČPK zvýšit, možností je například využití faktoringu nebo zefektivnění doby obratu pohledávek.

Factoring by společnosti pomohl i ke zvýšení likvidity I. až III. stupně alespoň na dosažení doporučené minimální hranice. Případně by bylo možné omezit množství zásob a s ním spojené čerpání úvěrů na tyto zásoby. U faktoringu je důležité zvážit, zda by odběratele spíše neodradil a faktoringové financování by společnosti neuškodilo.

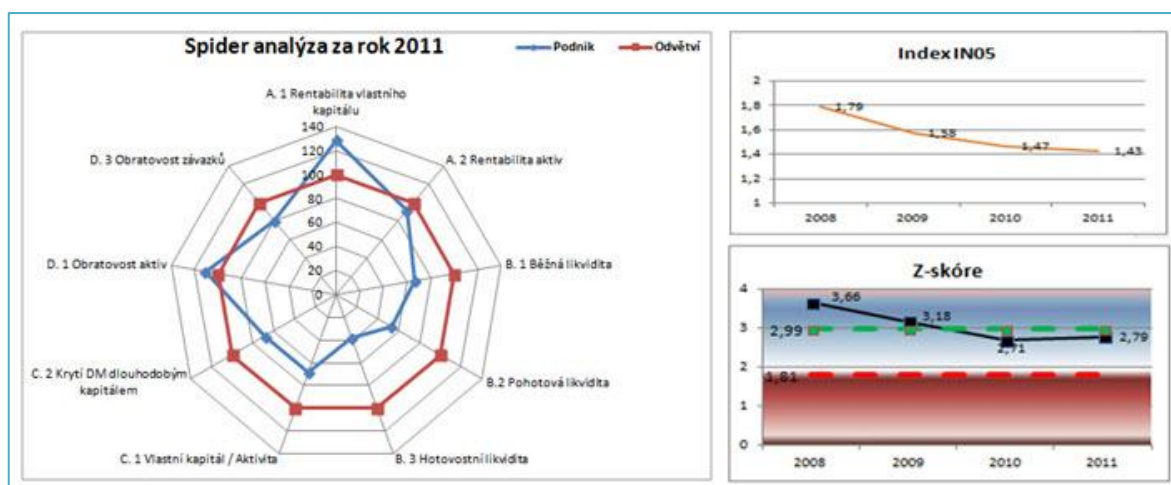
Všechny podstatné rentability (ROE, ROA, úplatného kapitálu, tržeb a výnosů) se nachází v rozumné míře k odvětví a je třeba vyzdvihnout kvalitní práci odvedenou managementem

společnosti. Pouze v případě rentability aktiv došlo k výraznějšímu poklesu z důvodu investice do DFM.

V případě aktivity je důležité, že společnost dostává zaplacenou dříve, než sama platí a odpadá tak teoretická nutnost přefinancování vzniklého rozdílu bankovními úvěry. V případě doby obratu tržeb a závazků je velice patrný dopad finanční krize, kdy došlo k výraznému opoždění plateb na obou stranách. Možností jak zlepšit dobu obratu pohledávek je již zmíněné faktoringové financování případně speciální akce nebo skonta pro odběratele.

Komplexní hodnocení výsledků obsahuje níže uvedená Spider analýza, ukazatel Z-skóre a index IN05. Ve všech zmíněných případech je na tom analyzovaná společnost dobře a snižujících se hodnot se není v současné době potřeba obávat. Příčinou je nastalá krize i vysoký podíl DFM.

Co se týká nákladů na kapitál, společnost si půjčuje velice levně (3 – 3,5 %), její riziková přírážka je nízká, a proto jsem neshledal potřebu mých doporučení pro tuto oblast. Lze si povšimnout neustále se snižujícího trendu vývoje WACC, na kterém se podepsalo jak postupné snižování  $N_{ck}$ , tak i  $N_{vk}$ . Náklady na vlastní kapitál jsou vysoké. Jejich zvýšená hodnota je spojena s vysokými investicemi do dlouhodobého finančního majetku. WACC odvětví je podstatně vyšší (10 – 15 %), především je třeba si povšimnout nárůstu nákladů v řádech několika procent v letech 2009, 2010 a 2011, což je způsobeno dopady finanční krize. Podnik je schopný pracovat s nízkými náklady na kapitál, což je pozitivní především pro vlastníky a tvorbu hodnoty.



Obrázek 8 Spider analýza společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. v porovnání s odvětvím za rok 2011 a vývoj hodnoty Z-skóre a Index IN05 za sledované období 2008-2011 [vlastní zpracování]

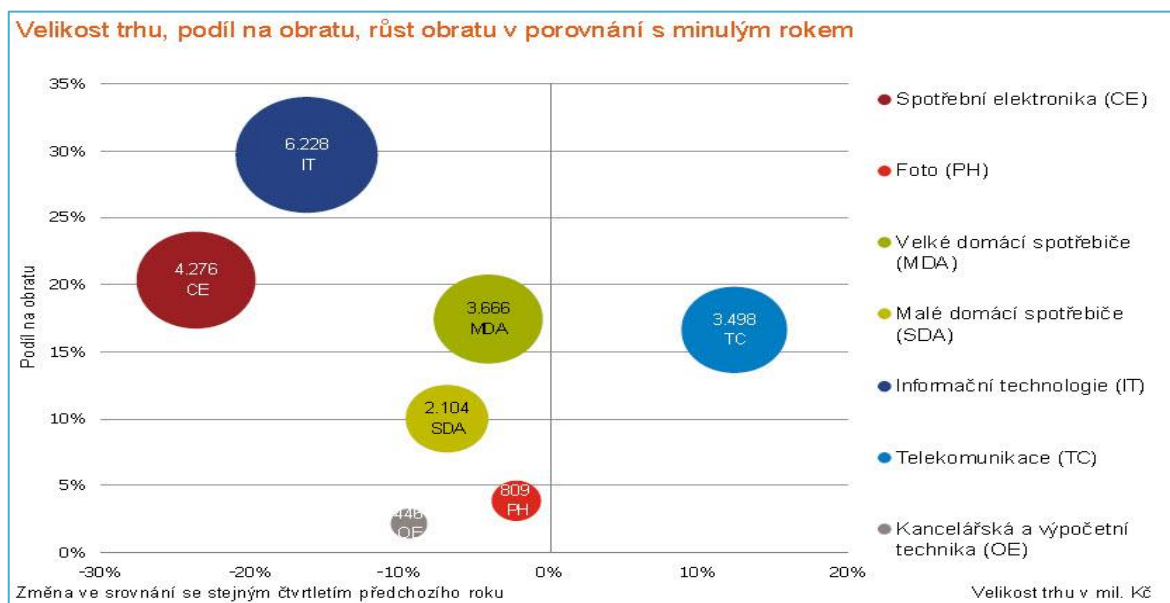
V rámci odvětví ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 trh s technickým spotřebním zbožím poklesl o necelých 11 %. Z níže uvedené tabulky vyplývá, že největší propad je u spotřební elektroniky a informačních technologií. Pouze telekomunikační sektor meziročně dokázal zvýšit obrat. Společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. se tímto sektorem nezabývá a nejvýznamnější oblasti jsou trhy spotřební elektroniky, foto, velké domácí spotřebiče, malé domácí spotřebiče a IT, které ale v roce 2012 nerostly.

	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q4 12 /Q4 11	Q1-4 2012	Q1-4 12 /Q1-4 11
	mil. Kč	mil. Kč	mil. Kč	mil. Kč	+/-%	mil. Kč	+/-%
Spotřební elektronika (CE)	2.759	2.370	2.413	4.276	-23,6%	11.818	-21,3%
Foto (PH)	412	580	596	809	-2,2%	2.398	-3,8%
Velké domácí spotřebiče (MDA)	3.111	2.921	3.231	3.666	-4,1%	12.929	-1,4%
Malé domácí spotřebiče (SDA)	1.091	966	980	2.104	-6,8%	5.140	-2,5%
Informační technologie (IT)	4.301	3.423	3.677	6.228	-16,2%	17.629	-16,1%
Telekomunikace (TC)	1.867	1.820	2.141	3.498	12,4%	9.326	4,3%
Kancelářská a výpočetní technika (OE)	393	349	362	446	-9,3%	1.550	-16,5%
GfK TEMAX® Česká Republika	13.934	12.429	13.401	21.027	-10,7%	60.791	-10,2%

Obrázek 9 Vývoj trhu s technickým spotřebním zbožím za rok 2012

Zdroj: gfk.cz, 2013

Na následujícím obrázku je prezentována velikost trhu, podíl na obratu a růst obratu v roce 2012 v porovnání s rokem 2011 v rámci jednotlivých sektorů.



Obrázek 10 Vývoj trhu s technickým spotřebním zbožím v porovnání s rokem 2011

Zdroj: gfk.cz, 2013



I když trh s technickým spotřebním zbožím značně upadal, společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. situaci dobře předvídala a například v segmentu spotřební elektroniky zvýšila svůj tržní podíl. Trh v této oblasti upadl o 21,3 %, zatímco tržby společnosti pouze o 2 %.

*Tabulka 4 Přehled plnění tržeb pro rok 2012 [vlastní zpracování]*

Přehled plnění 2012			
Segmenty	Tržby (v Kč)		
	Skutečnost 2011	Skutečnost 2012	Splněno skutečnost celkem 2012 / 2011
IT	860 823 337	883 661 573	103 %
Malá bílá el.	985 541 275	1 247 140 526	127 %
Neelektronika	182 939 589	264 989 691	145 %
Spotřební el.	2 067 562 062	2 029 391 275	98 %
Velká bílá el.	1 496 625 391	1 390 336 649	93 %
Celkem za segmenty	5 593 491 654	5 815 519 713	104 %

Kompletní finanční analýza společnosti HP TRONIC Zlín je součástí přílohy P II.

## 5.2 Srovnání s konkurencí

Mezi dva nejvýznamnější a nejbližší konkurenty společnosti na trhu se spotřební elektronikou patří společnost K+B Progres, a.s. a FAST ČR, a.s.

### 5.2.1 K+B Progres, a.s.

Společnost K+B Progres, a.s. působí jako výhradní zástupce a distributor značek Yamaha, ECG a Melitta pro český trh a má navázanou dlouhodobou kooperaci se skupinou elektroprodejen Expert ČR a EC-Group. Pro období 2012-2013 hodlá realizovat významné kroky ke zlepšení rentability, která je špatná z důsledku hospodářské situace. Společnost bude hledat nové distribuční kanály a partnery. Například skupina EC-Group zažívá utlumení, protože malí obchodníci nedokážou v nastalé tržní situaci přežít a končí svoji činnost. Z důvodu odlišného obchodního modelu působí ve společnosti v průměru 43 zaměstnanců. I navzdory 10násobně nižšímu počtu zaměstnanců než ve společnosti HP TRONIC lze tuto společnost považovat za výrazného konkurenta. Společnost sídlí v Klíčanech. Doplňující údaje: IČ: 61860123, DIČ: CZ61860123. (Účetní závěrka, K+B Progres, a. s., 2008-2011)



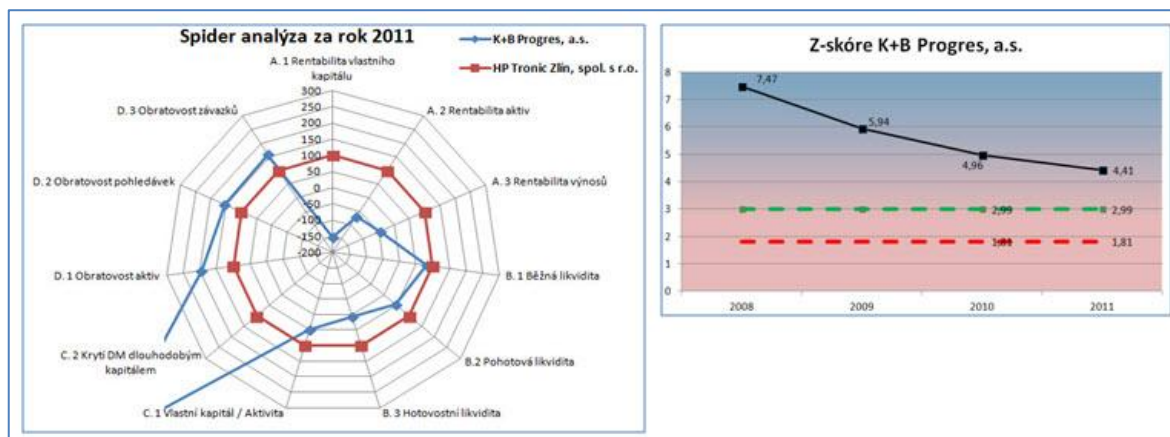
Obrázek 11 Logo spol. K+B Progres, a.s. a maloobchodních sítí expert ČR a EC-Group

Zdroj: kbprogres.cz, 2013

**Spider analýza:** na výsledcích Spider analýzy za rok 2011 je patrná lepší finanční stabilita společnosti HP Tronic Zlín, spol. s r.o. prakticky ve všech ukazatelích. Tato konkurenční výhoda je způsobena výborným výsledkem hospodaření, který se projevuje v rentabilitě a likviditě.

**Z-skóre:** hodnota Z-skóre je pro společnost dobrá, zajišťuje jí pozitivní výhled do budoucna. Další vývoj ukazatele záleží na situaci na trhu se spotřební elektronikou. Je důležité brát na zřetel, že hodnota klesá rychlým tempem a v rámci 3 – 5 let by se mohla dostat k minimální hranici „přežití“ společnosti na trhu. Ukazatel nám rovněž signalizuje, že i navzdory špatnému výsledku hospodaření je s ostatním majetkem nakládáno zodpovědně a management reflektuje na finanční výsledky dobře.

**Index IN-05** nebylo možné spočítat, protože společnost K+Progres, a.s. nemá ve svých účetních závěrkách uvedeny nákladové úroky, o které se tento ukazatel opírá.



Obrázek 12 Spider analýza za rok 2011 pro společnost K+B Progres, a.s. v porovnání se společností HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. a hodnota Z-skóre společnosti K+B Progres, a.s. v období 2008 – 2011 [vlastní zpracování]

## 5.2.2 FAST ČR, a.s.

Druhým konkurentem je společnost FAST ČR, a.s. sídlící v Praze. Společnost distribuuje téměř 70 národních a mezinárodních značek, u 21 značek je přímým a výhradním dovozcem pro ČR a Slovensko. Mezi její přední zákazníky a partnery patří Marko, Ahold, Tesco,

Datart, Procter a Gamble, Česká televize, Pepsi Cola a jiné. Mezi nejvýznamnějšími distribuovanými značkami v oblasti spotřební elektroniky jsou Apacer, Asus, Casio, CS Link, Olympus, Logitech, Panasonic, Sanyo, Sencor a jiné. Společnost provozuje řetězec elektroprodejen PLANE0 Elektro. Společnost měla v roce 2011 celkem 723 zaměstnanců. Doplňující údaje: IČ: 48205062. [Účetní závěrka FAST ČR, a. s., 2008-2011]

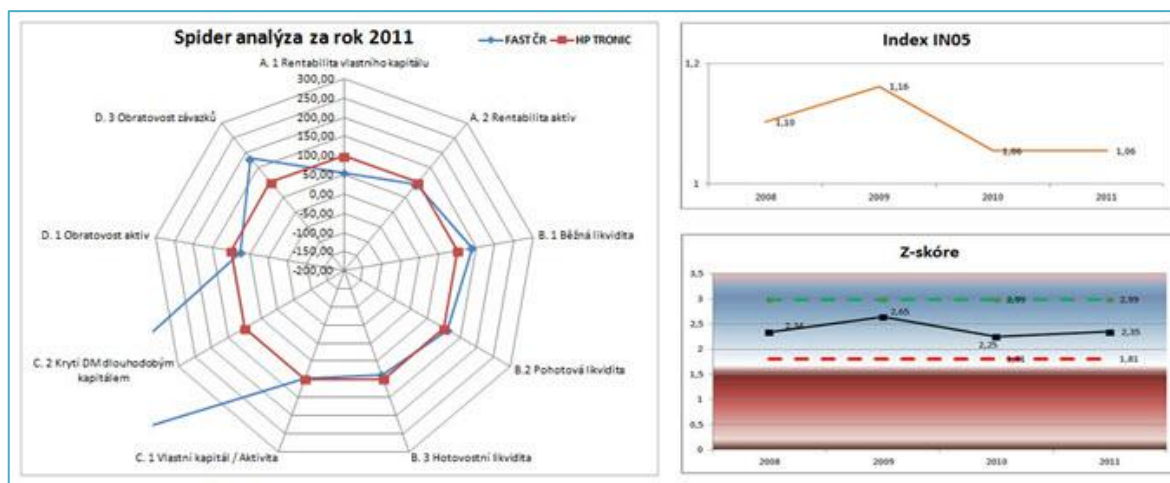


Obrázek 13 Logo společnosti FAST ČR, a.s. a sítě elektroprodejen PLANE0 Elektro

Zdroj: faster.cz, 2013

**Spider analýza:** na výsledku Spider analýzy za rok 2011 je patrná dobrá kondice společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. Je to dáno především odpovídajícími tržbami v porovnání k velikosti podniku. Krytí DM dlouhodobým kapitálem má konkurenční FAST ČR vyšší, protože je to akciová společnost s odlišným modelem podnikání.

**Z-skóre a index IN – 05:** z výsledků vyplývá zaostávající tempo za výkonností HP TRONIC. Vývoj je stabilizovaný, ale snižující se kupní síla by mohla znamenat negativní dopady na nejdůležitější ukazatele rentability a aktivity.



Obrázek 14 Spider analýza za rok 2011 pro společnost FAST ČR, a.s. v porovnání se společností HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. a hodnoty Z-skóre a Indexu IN05 v období 2008 – 2011 [vlastní zpracování]

### 5.2.3 Souhrnné porovnání společnosti s odvětvím a konkurencí

Následující tabulky z oblasti zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity srovnávají odvětví spolu se společností HP Tronic Zlín, spol. s r.o. a jejími 2 hlavními konkurenty K+B Progres, a.s. a FAST PLUS, spol. s r.o.

Zelená pole u společností K+B Progres a FAST ČR znamenají lepší výkonnost než je tomu u společnosti HP TRONIC, naopak červená značí horší dosažené výsledky. Údaje za odvětví jsou zde pouze pro orientaci a neslouží k dalšímu srovnání. Každý podnik samozřejmě disponuje jinou strategií, a proto zvýraznění polí nemusí být jednoznačně v souladu s vizí jednotlivých společností. Pro toto porovnání jsem zvolil konzervativní strategii, počítající s nejistotou na finančních trzích a snižující se kupní silou obyvatelstva v následujících 2-3 letech.

*Tabulka 5 Srovnání ukazatelů zadluženosti v roce 2011 [vlastní zpracování]*

2011	Odvětví	HP Tronic	K+B Progres	FAST
Celková zadluženost	56, 86 %	70, 59 %	78, 99 %	68,19 %
Míra zadluženosti	1, 35	2, 44	3, 81	2, 30
Podíl dl. CZ na CZ celkem	20, 64 %	4, 10 %	0, 11 %	2, 54 %
Krytí dl. aktiv VK	1, 38	1, 10	11, 78	9,72
Krytí dl. aktiv dl zdroji	1, 77	1, 21	11, 83	10, 29

*Tabulka 6 Srovnání ukazatelů likvidity v roce 2011 [vlastní zpracování]*

2011	Odvětví	HP Tronic	K+B Progres	FAST
Běžná likvidita (1, 5 – 2)	1, 51	1, 01	1, 24	1, 40
Pohotová likvidita (1 – 1, 5)	1, 11	0, 59	0, 52	0, 65
Okamžitá likvidita (0,2– 0,5)	0, 14	0, 05	0, 01	0, 01

*Tabulka 7 Srovnání ukazatelů rentability v roce 2011 [vlastní zpracování]*

2011	Odvětví	HP Tronic	K+B Progres	FAST
Rentabilita tržeb	2, 08 %	1, 66 %	- 0, 8 %	1, 25 %
Rentabilita výnosů	---	1, 81 %	- 0, 83 %	2, 30 %
Rentabilita úplatného kap.	10, 25 %	10, 38 %	- 6, 71 %	5, 88 %
ROA	5, 26 %	4, 82 %	- 3, 67 %	4, 44 %
ROE	10, 86 %	13, 96 %	- 16, 59 %	7, 65 %

Tabulka 8 Srovnání ukazatelů aktivity v roce 2011 [vlastní zpracování]

2011	Odvětví	HP Tronic	K+B Progres	FAST
DO zásob z tržeb	29, 91	41, 61	47, 25	98, 09
DO pohledávek z tržeb	---	52, 55	33, 92	82, 29
DO závazků z tržeb	59, 35	74, 14	37, 53	40, 62
Obratovost aktiv	2, 20	2, 44	4, 32	1, 82
Obratovost pohledávek	---	6, 85	10, 61	4, 38
Obratovost závazků	6, 07	4, 86	9, 59	8, 86

Závěr: Společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. se daří ze srovnávaných konkurentů komplexně nejlépe. Vůči oběma konkurentům jsou její neúročné cizí závazky vyšší, ale náklady na dluh nejsou díky této struktuře tak výrazné. K+B Progres má problémy v rentabilitě, které pro společnost mohou znamenat existenční problémy. Naopak společnost FAST ČR, a.s. má lepší ukazatele likvidity, ale vzhledem k její velikosti je více „těžkopádná“ a snižují se tak ukazatele rentability a aktivity.

### 5.3 Analýza současné devizové pozice

V následující kapitole je analyzována devizová pozice z dlouhodobého hlediska. Jedná se o exportní a importní činnost, vývoj tržeb přepočtený na CZK, rozdělení fakturace pro měny EUR a USD za období 2009 – 2012 a vývoj devizové pozice ve stejně dlouhém sledovaném období. Vývoj devizové pozice za jednotlivá čtvrtletí roku 2012 je součástí kapitoly 7.2, kde je k daným kvartálům promítnutý vliv sezónnosti a přiřazena forma zajištění a subjektivní posouzení vhodného zajištění produktu.

#### 5.3.1 Exportní a importní činnost

Společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. je importně orientovaná, a proto je pro ni důležité zajištění měny za platbu faktur. Rizikem je v tomto případě oslabení CZK. Export se na celkových tržbách podílí malou mírou (cca 11 %). Výrazný je podíl českého trhu na celkových tržbách, který tvoří 89 %.

Importní činnost za rok 2012 probíhala převážně z Číny a Turecka. Fakturační měnou byl USD, který tvořil cca  $\frac{3}{4}$  z celkové fakturované částky za rok 2012. Mezi další fakturační měny je možné řadit EUR a CZK. Přehled států, ve kterých probíhá nákup je spolu s fakturační měnou a % z celkové částky importu za rok 2012 uveden v následující tabulce.

Tabulka 9 Přehled importní činnosti [vlastní zpracování]

Stát	Fakturační měna	% z celkové částky importu za rok 2012
Čína	USD	48,6
Turecko *)	USD	28,6
Itálie	CZK	7,5
Velká Británie	CZK	3,6
Slovensko	EUR	2,9
Velká Británie	USD	1,6

Pozn.:\*) fakturačně NL

Exportní činnost za rok 2012 probíhala převážně na Slovensko, kde HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. v posledním roce zvýšila svůj tržní podíl. Fakturační měnou je zde EUR. Pozitivní je pro společnost z pohledu řízení devizového rizika fakturační měna pro Polsko a Maďarsko. Odběratelé z těchto zemí platí v CZK. Při současné volatilitě na trhu je to pozitivní krok. Maďarsko v roce 2013 plně přechází k fakturaci v CZK.

Tabulka 10 Přehled exportní činnosti [vlastní zpracování]

Stát	Fakturační měna	% z celkové částky exportu za rok 2012
Slovensko	EUR	58,4
Polsko	CZK	8,8
Německo	EUR	8,0
Maďarsko	CZK	4,7
Maďarsko	USD	3,9
Belgie	EUR	2,6
Dánsko	EUR	2,1
Slovinsko	USD	2,4
Kypr	EUR	1,7

### 5.3.2 Vývoj tržeb přepočtený na CZK a rozdělení fakturace

Celkové tržby za sledované období 2009 – 2012 jsou téměř konstantní. Z vývoje je patrný snižující se objem tržeb v CZK a naopak razantně zvyšující se objem tržeb v EUR. To je dáno výše zmíněným získáním většího tržního podílu na Slovensku. Bližší popis vývoje tržeb je součástí finanční analýzy v příloze P II. Společnost pro 2013 očekává stagnaci tržeb na českém trhu a mírný růst tržeb v zahraničí.

Tabulka 11 Vývoj tržeb v roce 2009 – 2012 rozdělený podle jednotlivých měn

[vlastní zpracování]

Tržby	2009	2010	2011	2012
CZK	5 190 000 000	4 789 000 000	5 056 000 000	4 761 000 000
EUR (v CZK)	254 921 778	447 181 726	598 335 511	716 310 174
USD (v CZK)	72 953 938	45 788 402	5 444 576	54 655 285
PLK (v CZK)	---	---	3 620 737	---
Celkem (v CZK)	5 517 875 716	5 281 970 128	5 659 780 087	5 531 965 459

Z následujících 2 tabulek, zobrazujících rozdělení fakturace v EUR a USD za poslední 4 sledované roky, je patrný rapidní nárůst vystavených faktur v EUR. Rostoucím odbytištěm fakturovaným v EUR je především slovenský trh, ostatní odbytiště jsou nestabilní a vždy vítězí pouze cena. Objem plateb v rámci přijatých faktur se za sledované období zvýšil v poměru k vystaveným pouze minimálně. Z výsledků finanční analýzy (příloha P II) vyplývá, že doba obratu závazků vypočtená z tržeb se průměrně pohybuje okolo 70 dnů a doba obratu pohledávek vypočtená z tržeb okolo 50 dnů. Je proto nezbytné řídit devizovou pozici s výhledem 2 – 3 měsíců. Inverzním případem oproti fakturaci v EUR je fakturace v USD, kdy vystavené faktury tvoří konstantní objem a hodnota přijatých faktur se za sledované období výrazně zvýšila. Státy, ze kterých probíhá importní činnost, jsou zachyceny v kapitoly 5.3.1 Exportní a importní činnost.

Tabulka 12 Přehled fakturace v roce 2009 – 2012 [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012
<b>EUR</b>				
Vystavené faktury	4 961 287	17 792 171	24 231 016	28 459 587
Přijaté faktury	193 683	1 213 235	1 334 382	2 349 142
<b>USD</b>				
Vystavené faktury	2 128 274	2 390 212	296 662	2 736 515
Přijaté faktury	15 747 814	31 635 711	32 319 461	45 596 914

#### 5.4 Systém řízení devizových plateb

Společnost plánuje svoji devizovou pozici průběžně, s výhledem na 3 měsíce dopředu. Při uvedeném způsobu plánování vychází z předpovědí českých institucí (Patria, Next Finan-

ce, ČSOB dealing), dále z dlouhodobých intuitivních zkušeností pracovníků a z cenotvorby, kdy dochází k nastavení automatických obchodů „dno/strop“. Společnost do současné doby nikdy nevyčíslovala % přesnost budoucích odhadů devizové pozice, nicméně s odhadem se dá říci, že činí  $+ / - 2\%$  na půlroční bázi u EUR a  $+ / - 3\%$  na tříměsíční bázi u USD. Při řízení devizových rizik využívá kombinaci konzervativní (zákaz otevřené devizové pozice) a agresivní strategie (cílevědomé vytvoření devizové pozice). Z derivátových kontraktů využívá promptní (spotové) operace, termínové (forwardové) operace a výměnné (swapové) operace. Devizové futures a opce nevyužívá. Společnost má vedeny běžné (devizové) účty u ČSOB, KB, ČS a Citibank vždy v CZK, USD a EUR. 70 % devizových operací je realizováno prostřednictvím ČSOB, a to z důvodu největší úvěrové angažovanosti a linek na dovozní L/C. Vychází se z plánovaného cash-flow, kdy se převážně s týdenním detailním výhledem plánují týdenní forwardy, případně měnové swapy pro USD. (Interní materiály společnosti, 2013)

## 5.5 Vývoj devizové pozice

V níže uvedených tabulkách jsou zachyceny kurzové zisky / ztráty EUR a USD přepočtené v CZK za období 2009-2012. Pro měnu EUR je patrný negativní dopad neřízeného devizového rizika. Kurzových zisků společnost dosahuje na USD pomocí týdenních nebo dvou týdenních forwardů.

Tabulka 13 Kurzové rozdíly v EUR a USD v roce 2009 – 2012 [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012
Kurzový zisk / ztráta na EUR				
Kurzové výnosy	1 048 418	5 150 865	7 752 184	6 684 431
Kurzové ztráty	452 520	7 094 181	3 984 196	11 960 788
Celkem (CZK)	595 898	- 1 943 316	3 767 988	- 5 276 357
Kurzový zisk / ztráta na USD				
Kurzové výnosy	153 476	316 443	20 423 550	36 423 201
Kurzové ztráty	131 913	349 814	8 361 613	35 941 489
Celkem (CZK)	21 563	- 33 371	12 061 937	490 712



## 6 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA

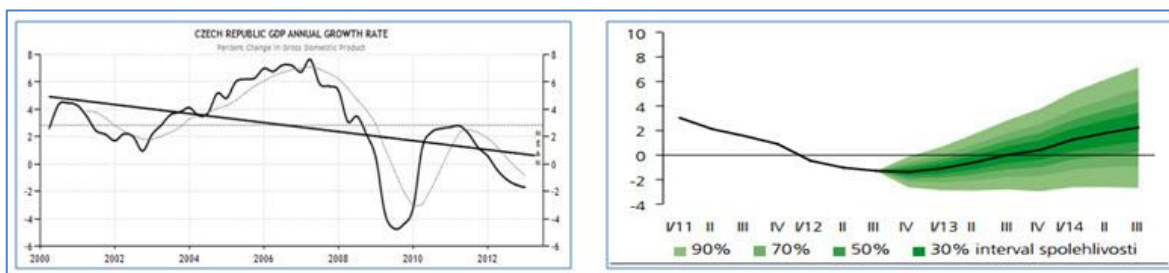
V této kapitole je nejprve analyzována česká ekonomika z pohledu základních makroekonomických ukazatelů a poté ekonomiky USA a eurozóny. Samostatnou část tvoří analýza dominantních ekonomik eurozóny (Německo a Francie) a problémových ekonomik (Španělsko, Itálie). V rámci těchto analýz je věnována pozornost úspěšnosti zemí na dluhopisovém trhu. V závěru kapitoly je nastíněn subjektivní názor na budoucí vývoj většiny analyzovaných ukazatelů USA a eurozóny.

### 6.1 Makroekonomická analýza české ekonomiky

Česká republika v současné době neprožívá příliš prosperující období. Všechny sousední země rostou a zotavují se z krize, zatímco ČR stále dusí špatná ekonomická nálada, úspory domácností a vládní reformy, které nemají většinovou veřejnou a odbornou podporu.

#### 6.1.1 Hrubý domácí produkt

Z vývoje ročního tempa růstu HDP je patrný výrazný meziroční pokles o 3,4 % v roce 2009, který byl největší v naší historii. Výsledek zůstal o 0,9 % za očekáváním ČNB. Nejvíce se na tomto propadu podepsala snižující se poptávka v automobilovém, zpracovatelském a stavebním průmyslu. V současné době realizovaná fiskální konsolidace nedokáže stimulovat ani už tak celkově slabou domácí poptávku, která letos, podle predikce ČNB, poklesne o další 0,3 %. V příštím roce se očekává celkové pozvolné oživení a růst ekonomiky o cca 2 %. Bankovní rada ČNB se na svém měnově politickém zasedání ze 6. 2. 2013 rozhodla ponechat základní úrokové sazby beze změny. (ČNB, 2013)



Obrázek 15 Vývoj ročního tempa růstu HDP s prognózou růstu na rok 2013 a 2014

Zdroj: ČNB, 2013; tradingeconomics.com, 2013

V roce 2009 a 2010, kdy se začaly prohlubovat problémy zemí eurozóny, společnost Patria vydala zcela nepřesnou predikci vývoje HDP naší ekonomiky. I to je důvodem, proč ve své

práci využívám relevantních zahraničních zpravodajských serverů (Bloomberg, CNN, NY Times).

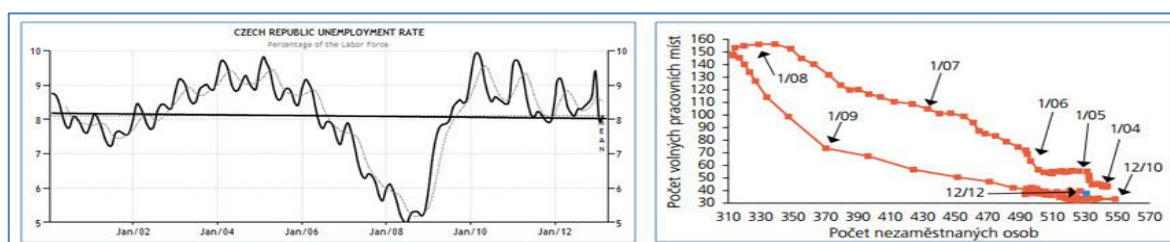


Obrázek 16 Mýlná předpověď růstu HDP od Patria

Zdroj: Patria.cz, 2010

### 6.1.2 Míra nezaměstnanosti

Jak již bylo zmíněno v kapitole 6.1.1 Hrubý domácí produkt, očekává se mírný nárůst nezaměstnanosti v desetinách procent i v roce 2013. Po možném pozvolném růstu ekonomiky v roce 2014 by se situace měla zlepšit. Negativním signálem pro trh práce jsou vládní reformy, které přispívají k destabilizaci trhu práce (vyšší zdanění, řetězení smluv na dobu určitou a jiné). Práci nemá v současné době cca 600 000 lidí, nejvíce od roku 1993. V průměru se o jedno volné pracovní místo uchází 17 uchazečů, ale například na Jeseníku je to až 123 lidí. (ČNB, 2013; Vavroň, 2013) Podle Beveridgeovy křivky počet volných pracovních míst ve 3Q a 4Q 2012 stagnoval (sezonně očištěné počty v tis.). Křivka se postupně posouvala východním směrem, kdy došlo k nárůstu počtu nezaměstnaných při poklesu volných pracovních míst. Jednoznačně to nasvědčuje zhoršujícímu se vývoji na trhu práce. (ČNB, 2013) Od ledna 2013 Ministerstvo práce a sociálních věcí využívá pro měření míry nezaměstnanosti novou metriku, která vyjadřuje poměr lidí nahlášených na úřadech práce vůči celé věkové kategorii 15 až 64 let. Novým výpočtem se opticky snížila míra nezaměstnanosti k 8 % z původních 10,1 %. (Vavroň, 2013)

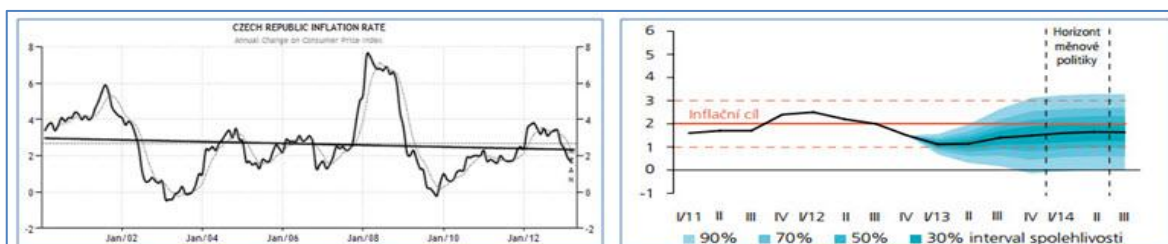


Obrázek 17 Vývoj míry nezaměstnanosti od roku 2000 a Beveridgeova křivka

Zdroj: ČNB, 2013; tradingeconomics.com, 2013

### 6.1.3 Inflace

Zvýšení DPH mělo za následek růst inflace nad 3 % v průběhu roku 2012. Ve 4Q 2012 došlo k poklesu meziroční inflace, pozitivní podíl na tom měl všechny její složky, včetně protiinflačního vlivu dovozních cen spotřebního zboží a cen ropy. Celková míra inflace dosáhla v prosinci 2012 hodnoty 2,4 % a nacházela se nad 2% cílem ČNB. (ČNB, 2013)

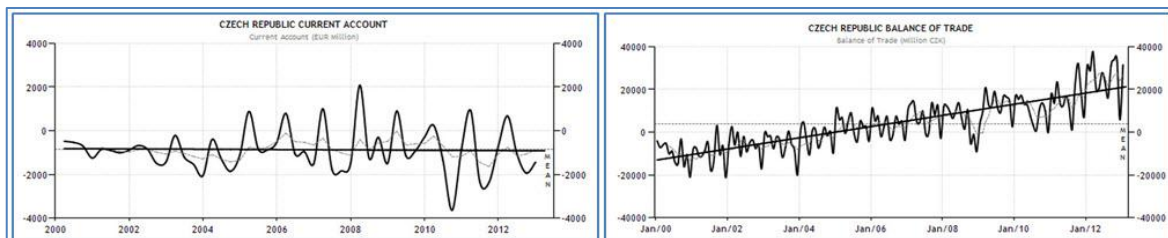


Obrázek 18 Vývoj inflace od roku 2000 a prognóza na rok 2013 a 2014

Zdroj: ČNB, 2013; tradingeconomics.com,2013

### 6.1.4 Běžný účet platební bilance a obchodní bilance

Prognóza ČNB očekává snižování deficitu běžného účtu i v letošním a příštím roce. Příčinou je výrazné zvýšení přebytku obchodní bilance a v menší míře i zlepšení bilance služeb. V roce 2013 se předpokládá zpomalení tempa dovozu (v podobě poklesu domácí poptávky) a mírný růst zahraniční poptávky.



Obrázek 19 Běžný účet platební bilance (vlevo) a obchodní bilance od roku 2000 (vpravo)

Zdroj: tradingeconomics.com,2013

Celková prognóza platební bilance je umístěna na obrázku níže. Jednoznačně pozitivní je zvyšující se přebytek obchodní bilance, který bude snižovat deficit běžného účtu (v mld. Kč).

(v mld. Kč)	2011 skut.	2012 oček. skut.	2013 progn.	2014 progn.
<b>A. BĚŽNÝ ÚČET</b>	-109,1	-75,0	-50,0	-35,0
Obchodní bilance	94,0	155,0	195,0	225,0
Bilance služeb	66,3	50,0	55,0	60,0
Bilance výnosů	-271,9	-270,0	-290,0	-310,0
Běžné převody	2,5	-10,0	-10,0	-10,0
<b>B. KAPITÁLOVÝ ÚČET</b>	14,7	56,0	80,0	78,0
<b>C. FINANČNÍ ÚČET</b>	87,8	145,0	40,0	75,0
Přímé investice	75,2	120,0	25,0	100,0
Portfoliové investice	5,8	70,0	25,0	10,0
Finanční deriváty	-3,0	10,0		
Ostatní investice <sup>a)</sup>	9,8	-55,0	-10,0	-35,0
<b>D. CHYBY A OPOMENUTÍ</b>	-10,7			
<b>E. ZMĚNA REZERV (-=nárůst)</b>	-17,2	-80,0		

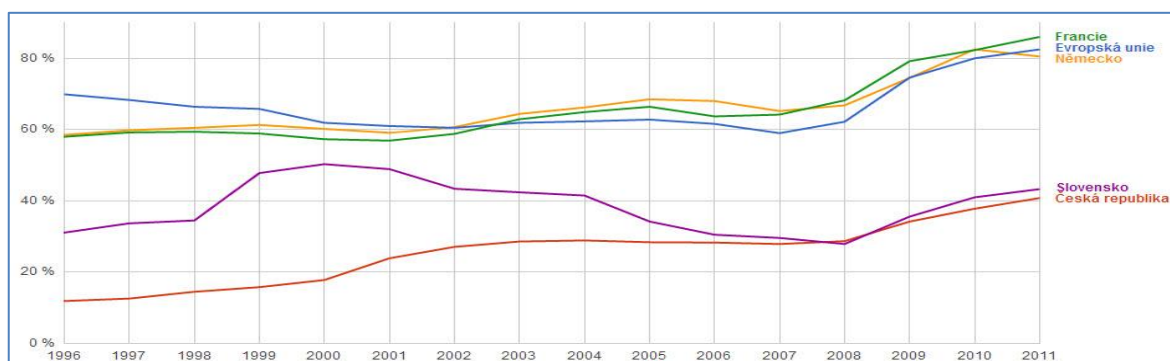
a) očekávaná skutečnost a prognóza bez operací bankovního sektoru

Obrázek 20 Vývoj platební bilance

Zdroj: ČNB, 2013

### 6.1.5 Míra zadluženosti vůči HDP

Na následujícím obrázku je vidět vývoj státního dluhu měřený k HDP. V současné době se naše zadluženost pohybuje nad hodnotou 45 % k HDP. Rychlý nárůst byl částečně zapříčiněn současnou vládní politikou a částečně situací v eurozóně.



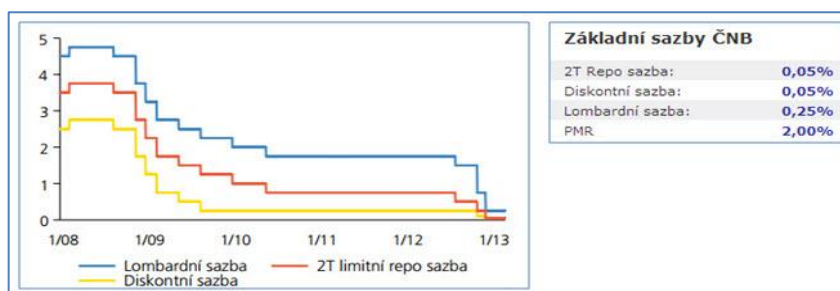
Obrázek 21 Vývoj státního dluhu vybraných zemí k HDP

Zdroj: Eurostat, 2013

### 6.1.6 Úrokové sazby

ČNB v listopadu 2012 snížila základní úrokové sazby na „technickou nulovou“ úroveň. Reagovala na vývoj snižující se domácí poptávky, na které se negativně podepsala realizovaná opatření vlády. Guvernér ČNB Singer k tomu v roce 2012 řekl: „*Naše země ani světová ekonomika na tom nejsou tak špatně, jak to vypadalo před třemi lety, ale chováme se dnes, jako by se měl zhroutit svět.*“ Dále dodal, že už mu nezbývá moc nástrojů na změnu

špatné ekonomické nálady v Česku a pokud nezbude nic jiného, ČNB oslabí kurz koruny. Obává se totiž příliš nízké inflace, která by poškodila českou ekonomiku. (Singer, 2012).

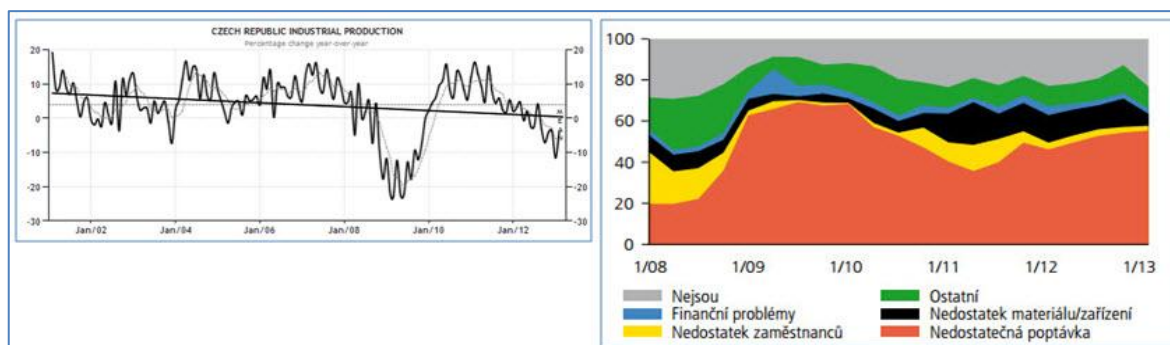


Obrázek 22 Vývoj sazeb ČNB od roku 2008

Zdroj: ČNB, 2013

### 6.1.7 Objem průmyslové výroby

Průmyslová produkce klesala prakticky v celém roce 2012 a její další propad se očekává i nadále, a to zejména kvůli nízké poptávce. Pro její možný budoucí růst je nejprve nutné vyřešit uvedený problém. (ČNB, 2013)



Obrázek 23 Vývoj objemu průmyslové výroby a bariéry růstu v průmyslu

Zdroj: ČNB, 2013; tradingeconomics.com, 2013

### 6.1.8 Vývoj úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů

České republice se na dluhopisovém trhu s 10letými bondy daří v současné době nejlépe od sledovaného roku 2000. ČR je ve svém regionu Střední Evropy (ČR, Polsko, Slovensko, Maďarsko) považována za jednu z nejlepších zemí pro investice. Tato skutečnost se odráží i na vývoji úrokových sazeb. Ekonom Aleš Michl přesto dodává, že panují obavy z bubliny na českých dluhopisech. (Michl, 2012)



Obrázek 24 Vývoj výnosů 10letých státních dluhopisů ČR od roku 2000

Zdroj: *tradingeconomics.com, 2013*

## 6.2 Makroekonomická analýza ekonomik eurozóny a USA

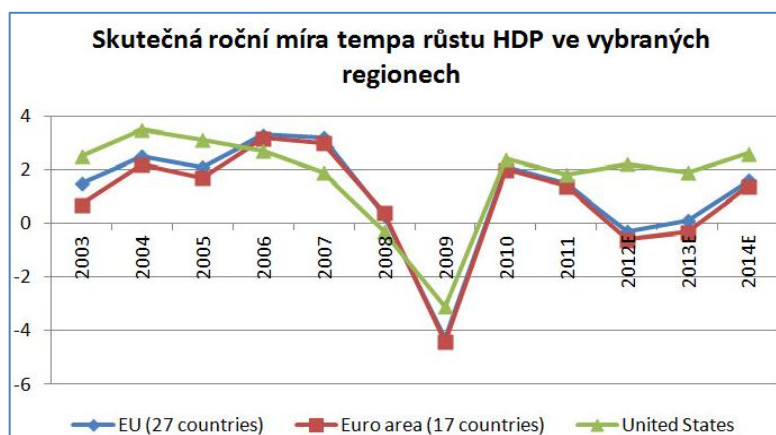
V následující kapitole jsou analyzovány nejdůležitější makro a mezo indikátory EU a USA. Na některé z nich je nejprve pohlíženo z dlouhodobého pohledu (2000-2012), poté z krátkodobého pohledu od vzniku krize v roce 2008. V Akta Universitatis Carolinae je krize definována jako „*Krize – zejména v podobě iterativního pojmu – v sobě tedy obsahuje syntetický vztah založený na hegelovské identitě pozice a negace v negaci negace. Reaguje totiž na počáteční normalitu její negací, jež je ovšem vzápětí sama negována rozhodnutím snažícím se ji překonat. Výsledkem této negace není ovšem návrat k výchozímu stavu, ale vždy další vývojový stupeň se sobě vlastním pozitivním prvkem, na poli normativity vyjádřený novou právní úpravou reagující na proběhnuvší situaci a snažící se o prevenci návratu krize. Samozřejmě na první pohled máme v pojmu krize tendenci zdůrazňovat antitetický prvek zpochybnění dosavadního řádu.*“ (Akta Universitatis Carolinae, 2012, s. 10) Z toho lze odvodit, že se předpokládá po ukončení krize opětovné nastartování ekonomiky na ještě vyšším stupni výkonnosti, než tomu bylo v roce 2008. Podle mnohých ekonomů a předních politiků (Angela Merkelová, Ben Bernanke, Mario Draghi) by tomu mělo být ve 2. Polovině roku 2013. Osobně nevěřím, že se takto zdevastovaná globální ekonomika v rámci několika měsíců dokáže plnohodnotně navrátit na úroveň z roku 2008. Abych toto tvrzení dokázal, srovnávám dlouhodobý trend (2000-2012) s trendem krátkodobým (krizovým obdobím 2008-2012), který se vyvíjí u několika ukazatelů (platební bilance) opačným směrem, než by měl. Z krátkodobého hlediska tato skutečnost ovlivní vývoj měnových párů v období do 6 měsíců. Dalším důkazem neschopnosti nového ekonomického růstu eurozóny je detailní analýza dominantních ekonomik eurozóny (Francie, Německo) a problémových ekonomik (Španělsko, Itálie, Řecko, Portugalsko), jejíž závěry spolu s vyhodnocením úspěšnosti dluhopisových aukcí jsou rovněž součástí této kapitoly.

Detailní přehled o průběhu evropské dluhové krize s dopady na globální ekonomiku je součástí příloh P III- PVI.

### 6.2.1 Hlavní makro indikátory vývoje ekonomik EU a USA

Mezi hlavní makro indikátory patří vývoj HDP, nezaměstnanosti, inflace, platební bilance a úrokových sazeb.

**Hrubý domácí produkt (HDP).** Na následujícím obrázku je zachycen vývoj roční míry tempa růstu HDP v eurozóně, EU a USA. Je patrné, že v USA vývoj HDP klesal již od roku 2005. Po roce 2010 se jeho tempo růstu stabilizovalo a podle predikce Eurostatu ze začátku roku 2013 by se mělo pohybovat na úrovni 2 % v roce 2013 a 2014. EU a eurozóna byla zasažena současnou krizí o 2 roky později. Propad byl hlubší a vážné přetrvávající problémy v podobě vysoké nezaměstnanosti, snižující se kupní síly a zadlužení států zabraňují růstu dodnes. Podle predikce Eurostatu by eurozóna měla do konce roku 2014 růst tempem maximálně do 2 %. Podrobné analýzy v následující části a v příloze P III tomu příliš nenasvědčují.

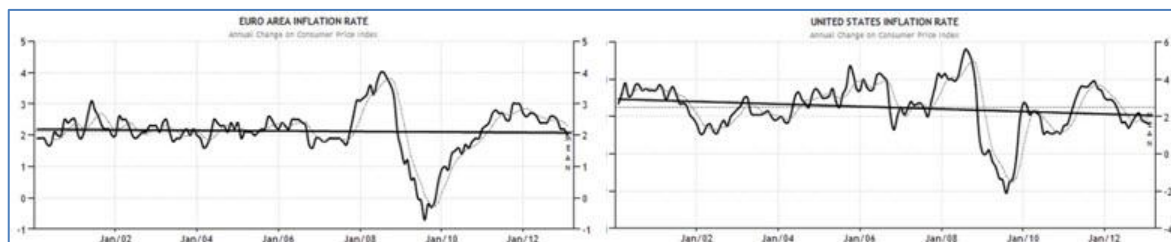


Obrázek 25 Skutečná roční míra tempa růstu HDP ve vybraných regionech

Zdroj: Eurostat, 2013

**Inflace.** Z pohledu dlouhodobé míry inflace (v našem případě 2000 – 2012) je hlavním úkolem ECB i FEDu udržet cenovou stabilitu. Inflace se cíluje na 2% hranici. Na níže uvedeném obrázku je v obou případech patrné, že obě centrální banky tuto úlohu v dlouhodobém horizontu zvládají. Trend a průměr naznačený na obrázku vždy k 2% hranici směřuje. Volatilita, která je v obou případech ve 2. Polovině sledovaného období patrná, nepříznivě působí na hodnotu příjmů obyvatel a narušuje dlouhodobý hospodářský růst a tvorbu pracovních míst. Řízení inflace probíhá prostřednictvím měnové a fiskální politiki-

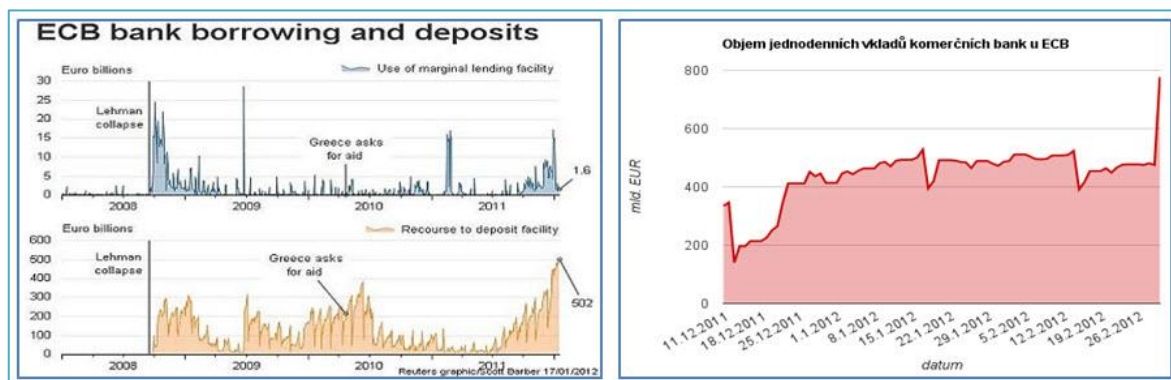
ky. Obě navzájem ovlivňují množství peněz v dané ekonomice. Jestliže je v oběhu více peněz, obyvatelé mají sklon více utracet. Vyšší poptávka, která není vyrovnaná nabídkou má tendenci zvyšovat míru inflace. Inflace vzniká, pokud není nové množství peněz v ekonomice kryto zboží a služeb v ekonomice (rovnice kvantitativní teorie peněz  $M * V = P * Q$  od Davida Huma) (Král', 2010).



Obrázek 26 Vývoj inflace v eurozóně (vlevo) a USA (vpravo) v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

Od roku 2011 byla evropská a americká ekonomika zaplavena novými levnými penězi formou kvantitativního uvolňování. Nově vzniklá masa peněz není kryta novým zbožím a přitom nezpůsobuje nadměrnou inflaci. Tato skutečnost je zapříčiněna jednak racionálním a jednak i skrytým psychologickým důvodem. Na evropském kontinentu bylo důvodem to, že peníze, které ECB půjčila komerčním bankám v podobě 3letých půjček na podporu podnikání formou podnikatelských úvěrů, byly opět uloženy na jednodenní vklady zpět do ECB. Následující obrázek agentury Reuters zobrazuje dlouhodobý vývoj půjček a vkladů u ECB a krátkodobý vývoj jednodenních vkladů u ECB v období, kdy poskytovala neomezené půjčky komerčním bankám. Všechny 3 nejvyšší vrcholy zobrazují vklady v den rozvolňování měnové politiky. Je to jednoznačný signál, že banky raději peníze uloží zpět na méně úročené účty u ECB, než by je poskytly na mezibankovním trhu, kterému v daném období nevěřily.



Obrázek 27 Dlouhodobý vývoj půjček a vkladů u ECB (vlevo) a krátkodobý objem jednodenních vkladů komerčních bank u ECB v době poskytnutí neomezené likvidity (vpravo)

Zdroj: *ihned.cz*, 2012; *Reuters*, 2012



Druhým zmíněným faktorem je faktor psychologický, který je patrný především ve spojitosti 4. kola kvantitativního uvolňování v USA, hodnotou USD a kurzem zlata (resp. stříbra). V tomto období jsem obchodoval s cílem dosažení zisku na poklesu hodnoty USD a vzestupu cen zlata a stříbra, ale nastala zajímavá situace. I přesto, že hodnota USD byla znehodnocena, světové finanční trhy na to reagovaly propadem hodnoty zlata a stříbra.

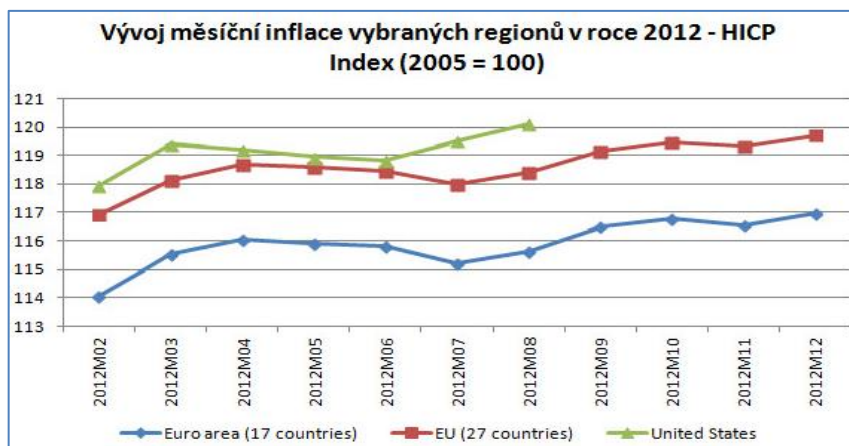


Obrázek 28 Vývoj kurzu EUR/USD a zlata v období 4. Kola kvantitativního uvolňování

Zdroj: Bloomberg.com, 2013

Závěrem je možné konstatovat, že inflace nevznikne na daném území, pokud peníze zůstanou v bankovním systému a nebudou poskytnuty konečným spotřebitelům, bude „vyvážena“ do zahraničí v cenách zboží a služeb, resp. směnných kurzů, nebo velké bankovní instituce a významní obchodníci (Goldman Sachs, George Soros) budou manipulovat s trhy a ovlivňovat hodnoty komodit a měnových párů.

**Krátkodobá míra inflace v roce 2012** měřená indexem HICP (harmonizovaným indexem spotřebitelských cen), který je určen pro mezinárodní srovnání inflace, se za sledovaný rok vyvíjí progresivním tempem. Vývoj inflace v EU kopíruje vývoj inflace v eurozóně a v prvních 7 měsících i vývoj v USA. Aktualizovaná data z USA nebyla na Eurostatu v únoru 2013 ještě dostupná. Vzhledem k tomu, že obě centrální banky mají za svůj cíl cenovou stabilitu a inflaci cílíjí na 2% hranici, lze předpokládat podobný vývoj jako v EU, resp. eurozóně.

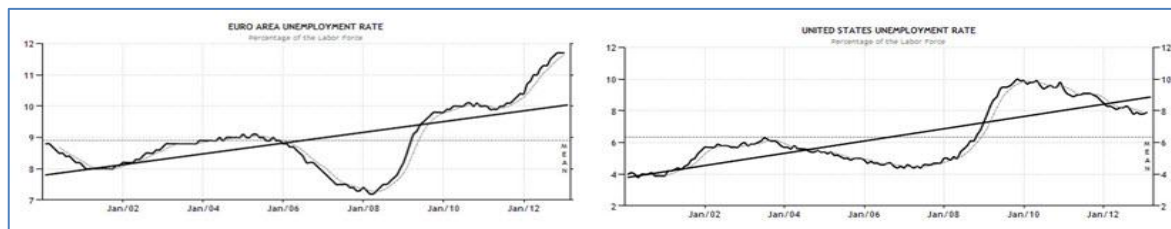


Obrázek 29 Vývoj měsíční inflace ve vybraných regionů v roce 2012

Zdroj: Eurostat, 2013

Martin Feldstein, profesor na Harvardu, k současné situaci v srpnu 2012 dodal, že nízká inflace, pomalé tempo růstu HDP a vysoká nezaměstnanost má negativní vliv na zvyšování cen. Investoři na současné obavy reagovali nákupem zlata (dosáhlo 4 měsíčního maxima – 1 700 USD za trojskou unci) a zemědělské půdy (v Iowe a Illionis za poslední rok vystoupala cena až o 10 %). FED (potažmo ECB) na rozdíl od investorů obavy mírní. Výrazná expanze rezerv komerčních bank nevedla ke srovnatelnému zvýšení nabídky peněz a úvěrů. Rezervy v USA vzrostly o 22 % za poslední 3 roky, agregát M2 (sledující nominální HDP a inflaci) se zvýšil o méně než 6 %. Při monetární expanzi v předchozích ekonomických recesích nebyly banky schopné a ochotné držet rezervy ve FEDu, nyní je to pro ně výhodné. Na rozdíl od ECB, jejímž cílem je pouze udržovat cenovou stabilitu (inflace do 2 %), má FED 2 cíle – udržovat nízkou inflaci a nízkou míru nezaměstnanosti – to může znamenat blízké zvýšení úrokových sazeb (které popírá Ben Bernanke) a následnou rostoucí inflaci, pokud se FEDu nepodaří udržet inflaci pod 8% hranicí. (Feldstein, 2012).

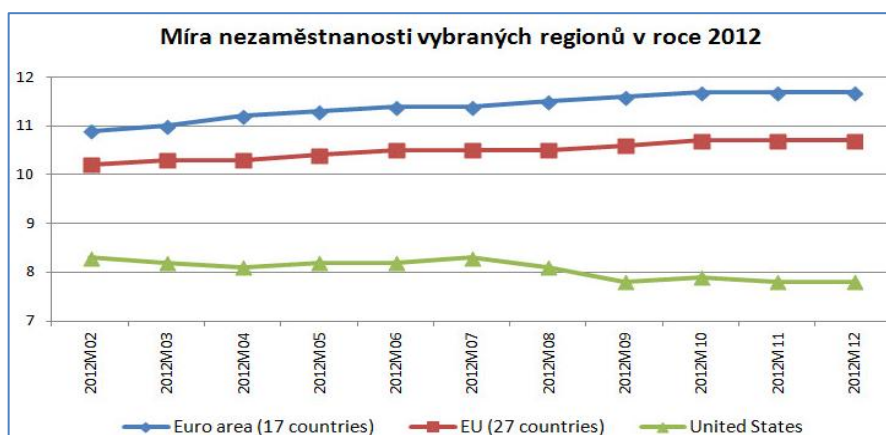
**Z pohledu dlouhodobé míry nezaměstnanosti od roku 2000 do roku 2012** je patrné, do jaké hloubky byla EU a její sociální model silně zasaženy krizí, ve které nezaměstnanost již od počátku roku 2008 strmě stoupá. Z krize na přeregulovaném sociálním a byrokratickém evropském trhu práce není v současné době východisko. Naopak míru nezaměstnanosti v USA se daří mírně snižovat a tvořit nová pracovní místa. Výrazné zlepšení v USA očekávám ve 2. polovině roku 2013, kdy americká ekonomika dosáhne dvojitého dna a odrazí se vzhůru.



Obrázek 30 Vývoj nezaměstnanosti v eurozóně (vlevo) a USA (vpravo) v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

Z krátkodobého pohledu (rok 2012) je patrné, že nezaměstnanost v EU a eurozóně stoupá, což je způsobeno především situací na jihu Evropy. Americkému FEDu se podařilo v září 2012 dostat míru nezaměstnanosti pod 8% hranici, což byl pozitivní signál pro oživení ekonomiky. Pokles míry nezaměstnanosti bohužel nevycházel z nárůstu nově vzniklých pracovních míst, ale pouze úpravou vzorce pro výpočet její hodnoty a umožnil tak technicky další kola kvantitativního uvolňování. Bližší informace v příloze P III.

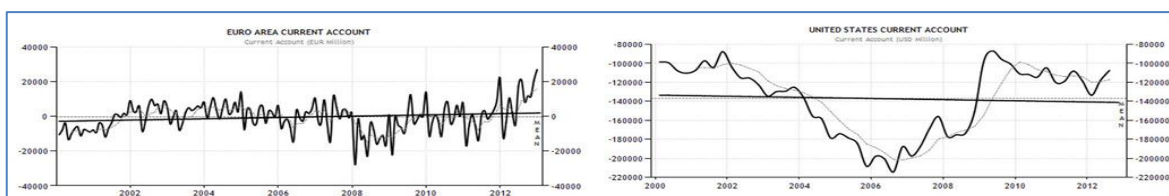


Obrázek 31 Míra nezaměstnanosti ve vybraných regionech v roce 2012

Zdroj: *Eurostat*, 2013

**Běžný účet platební bilance a její obchodní bilance.** Příčiny vzniku deficitu platební bilance v USA započaly už Reaganovou hospodářskou politikou, která si dávala za cíl obnovit účinnou monetární politiku na úkor neutralizace fiskálních vlivů v 80. letech. Výsledkem byl silný dolar, který podporoval import do USA a naopak brzdil vývoz amerického zboží. Vznikl deficit obchodní bilance a došlo k růstu vnější zadluženosti. (Cihelková, 2001) Prezident Bill Clinton přebíral v roce 1993 americkou ekonomiku v situaci, kdy dramaticky rostoucí deficit federálního rozpočtu doplňoval deficit běžného účtu platební bilance, poté co se ekonomika zotavovala z recese z počátku 90. let a válečných výdajů na blízkém Východě. (Kunešová, 2006) Spotřeba v USA se s rostoucí životní úrovní zvyšovala rychleji než domácí produkce. Rostl dovoz do USA a ekonomika se od roku 1992 dynamicky rozvíjela a přitahovala velké množství zahraničních investorů. V celkovém součtu

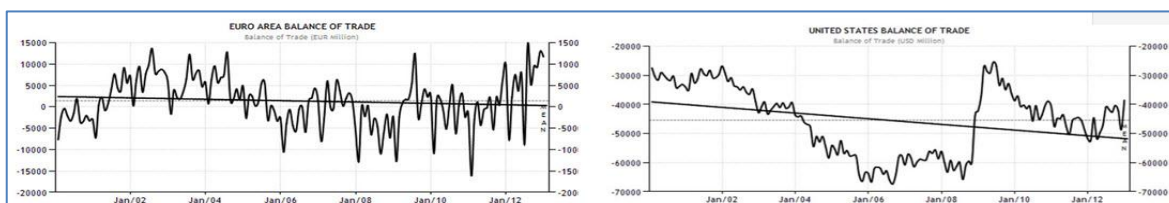
přebytek na finančním účtu platební bilance nejenže deficit běžného účtu vyrovnal, ale dokonce převyšoval, dolar posiloval. Zdánlivě bylo vše v nejlepším makroekonomickém pořádku a nebyl žádný důvod deficit běžného účtu prioritně řešit na politické úrovni. (Šmíd, 2004) Po roce 2000 poklesl zájem investorů o USA a souhra vlivů krize, vnější nerovnováhy a nízkých úrokových sazeb vedly k tomu, že finanční účet nebyl schopen financovat deficit běžného účtu.



Obrázek 32 Vývoj běžného účtu platební bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

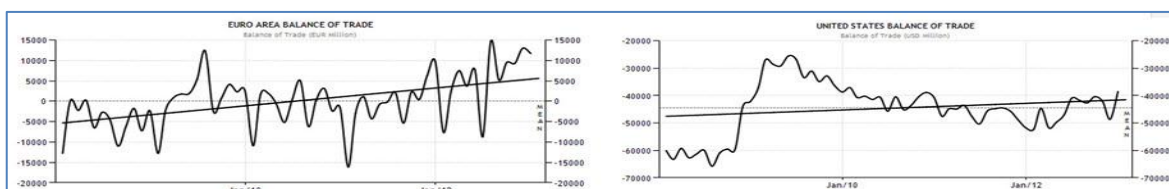
Dlouhodobý vývoj obchodní bilance jako součásti běžného účtu za období 2000 – 2012 je v případě obou ekonomik zcela odlišný. Obchodní bilance eurozóny se do roku 2008 převážně nacházela v kladných hodnotách (inkasa ze zahraničí > platby do zahraničí). Její dlouhodobý průměr je aktivní v hodnotách několika jednotek miliard EUR. Obchodní bilance USA je pasivní, což dokazuje i její průměr, který se pohybuje okolo hodnoty – 45 miliard USD.



Obrázek 33 Vývoj obchodní bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

Z krátkodobého pohledu od roku 2008 jde trend vývoje obchodní bilance proti dlouhodobému trendu. V eurozóně je tento nárůst znatelnější.

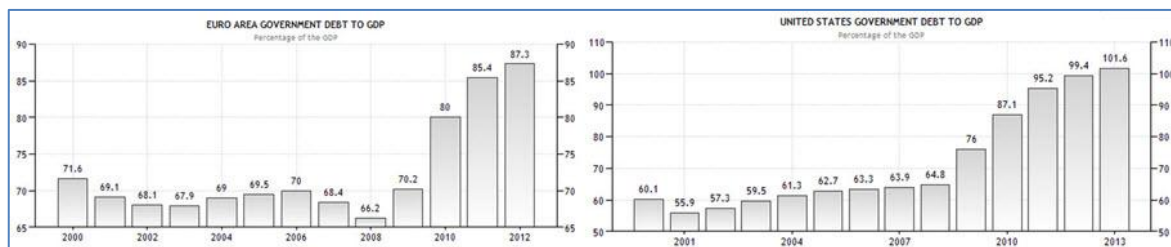


Obrázek 34 Vývoj obchodní bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

**Míra zadluženosti.** Obecně platí, že poměrem vládního dluhu k HDP investoři měří schopnost budoucích plateb výpůjčních nákladů dluhu. Tento vztah je přímo spojený

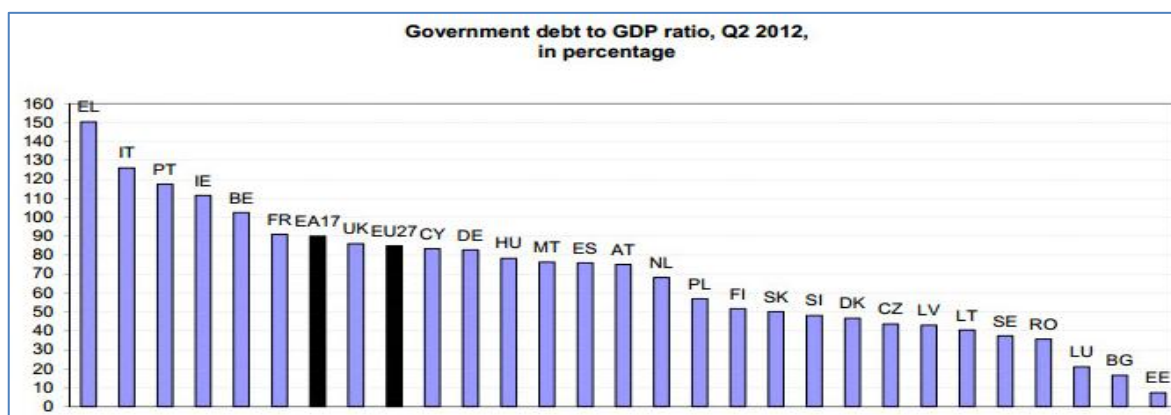
s výnosovými úroky státních dluhopisů a ratingem země. Na následujícím obrázku je z dlouhodobého hlediska prezentován vývoj dluhu k HDP v eurozóně a USA. V obou případech se poměr zvyšuje, a to díky zvýšeným vládním výdajům a rovněž snižujícím se HDP. Konkrétní důvody zvýšených vládních výdajů, nebo naopak škrtů v důsledku ekonomické krize jsou v detailní míře řešeny v příloze P III.



Obrázek 35 Vývoj poměru státního dluhu k HDP v eurozóně a USA v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

Níže uvedený obrázek nabízí srovnání výše vládního dluhu k HDP na konci 2. Čtvrtletí roku 2012. Nejvyšší zadluženost trápí Řecko (150,3 %), Itálii (126,1 %), Portugalsko (117,5 %) a Irsko (111,5 %). Naopak nejnižší zadluženosti dosahuje Estonsko (7,3 %), Bulharsko (16,5 %) a Lucembursko (20,9 %).



Obrázek 36 Poměr vládního dluhu k HDP za 2Q 2012 ve vybraných zemích EU

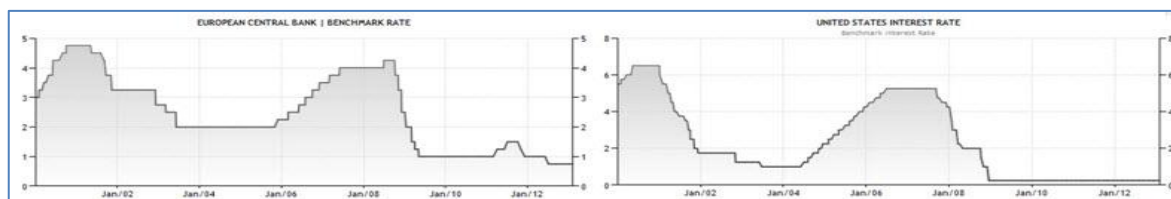
Zdroj: *Eurostat*, 2012

Navzdory rozsáhlým a někdy velice tvrdým reformám se situace v eurozóně nezlepší, pokud bude nadále docházet k omezování kupní síly a prohlubování nedůvěry v reformní vlády. Neustálé výjimky z pravidel nejsou z dlouhodobého hlediska pozitivním signálem pro investory. Jako krátkodobé stimuly působí pozitivně, ale pouze se tím odsouvá řešení problémů o dalších pár měsíců / let na jiné vlády. Příkladem může být situace v červenci 2012, kdy MMF snížil odhad růstu globální ekonomiky pro rok 2012 na 3,5 %. K revizi 3 měsíce starého odhadu jej přinutily především slabé investice, pokles zaměstnanosti a výroby v Evropě, USA, Brazílii, Indii a Číně. (Walker a Eddings, 2012) V návaznosti

na negativní vývoj se Evropská komise dohodla se španělskou vládou na výjimce v deficitu, kdy schodek pod 3 % musí dodržet až v roce 2014. Takto se situace změnila již 3x za poslední 2 roky (v roce 2012 byl schodek 6,3 % z plánovaných 5,3 %, v roce 2013 4,5 % z plánovaných 3 % a pro rok 2014 to budou již požadovaná 3 %). Pro dosažení 3% schodku plánuje Španělsko v nadcházejících 2 letech zvyšovat daně a snižovat výdaje. Celková ušetřená částka se pohybuje okolo 65 mld. EUR. Na tuto zprávu pozitivně reagovaly trhy, následkem čehož se snížily výnosy španělských bondů na 6,5 %. (Johnson 2012; Turner, 2012)

**Úrokové sazby.** Referenční úroková sazba v eurozóně je 0,75 %. Sazbu určuje ECB od roku 1998, její průměr dosáhl hodnoty 2,61 %. Od října 2000 byla snížena z hodnoty 4,75 % na historicky nejnižší úroveň 0,75 % v červenci roku 2012. Hlavním cílem ECB v rámci měnové politiky je udržování cenové stability, kterou Rada guvernérů definovala jako meziroční nárůst v harmonizovaném indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. ECB je jediným emitentem bankovek a nastavuje podmínky, za kterých spolu banky obchodují navzájem na peněžním trhu v krátkodobém horizontu. Změna úrokových sazeb značně ovlivňuje vývoj ekonomiky. ECB přistoupila k poslednímu snížení sazeb v červenci 2012, kdy základní úroková sazba klesla z 1 % na 0,75 % a depozitní sazba klesla na 0 %. Na snížení depozitní sazby okamžitě reagovaly komerční banky, jejichž vklady se u ECB po 7 měsících snížily skoro na polovinu (na 324,9 mld. EUR z 808,5 mld. EUR). (Randow, 2012). Šéfka MMF Lagarde uvedla, že ECB má prostor pro další snížení úrokových sazeb, načež Draghi podotkl, že napětí na finančních trzích je stále daleko od napětí vyvolaného po pádu Lehman Brothers a dále tyto sazby ponechal beze změny. (Thesing a Randow, 2012)

Referenční úroková sazba USA je v současné době na historicky nejnižší úrovni 0,25 %. Sazba je vykazována americkým FEDem od roku 1971. Její průměrná hodnota činí 6,18 %. Nejvyšší hodnoty 20 % bylo dosaženo v březnu 1980. Po krátkodobém zlepšení na americkém trhu práce v březnu 2012 měla být sazba zvýšena. Po negativním vývoji ve struktuře amerického ISM indexu od května 2012 se pro uvolnění měnové politiky vyslovilo více členů FEDu než v březnu a bylo rozhodnuto o zachování sazby ve výši 0,25 % do roku 2014. (Peterson a Hilsenrath, 2012). Rovněž byl snížen odhad růstu HDP a nezaměstnanosti pro roky 2012, 2013 a 2014. Predikce inflace byla také snížena, což může vypovídat o možném budoucím uvolňování měnové politiky. (House a Granitsas, 2012)



Obrázek 37 Vývoj základní úrokové sazby eurozóny a USA v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

## 6.2.2 Hlavní mezo indikátory vývoje ekonomik EU a USA

Mezi důležité mezo indikátory patří především vybrané předstihové ukazatele (vývoj hlavních burzovních indexů, indexů velkoobchodních cen (PPI, CPI), index spotřebitelské důvěry, jobless claims, non-farm payrolls, minutes, home sales) a současné ukazatele (malobchodní tržby za poslední měsíc, vývoj indexu importních cen, americký ISM index a ISM service index, initial jobless claims, úroveň nově vytvořených pracovních míst).

**Vývoj hlavních burzovních indexů.** Indikátor vypovídá o náladě na akciových trzích. Pokud index dlouhodobě roste, signalizuje důvěru ve zdravý růst ekonomiky. Na níže uvedeném obrázku je vývoj 5 hlavních evropských a amerických indexů. Modrý index značí Dow Jones Industrial Average (^DJI), červený NASDAQ Composite (^IXIC), tmavě zelený S&P 500 (^GSPC), hnědý francouzský index CAC 40 (^FCHI) a světle zelený evropský DAX (^GDAXI). Z obrázku je patrné, že indexy spolu do vysoké míry pozitivně korelují a s výjimkou francouzského CAC 40 se vrátily zpět nad hodnoty z roku 2008. V případě přijetí teorie, že indexy znázorňují trend vývoje hospodářského cyklu zhruba půl rok dopředu, může mít francouzská ekonomika do budoucna vážné problémy. Tato skutečnost pouze podtrhuje další závěry, které jsou analyzovány v následující části kapitoly.



Obrázek 38 Vývoj vybraných burzovních indexů v období 2000-2012

Zdroj: *finance.yahoo.com*, 2013

**PMI index eurozóny a USA.** Index nákupních manažerů je odvozen z průzkumu v soukromém sektoru. Můžeme ho rozdělit na výrobní a nevýrobní PMI index. Jeho vývoj odráží budoucí hospodářskou aktivitu. Na níže uvedeném obrázku si lze povšimnout

výrazné korelace kompozitního PMI indexu s HDP v eurozóně. Hodnota za první měsíc roku 2013 se stále drží pod 50 bodovou hranicí, která rozděluje budoucí vývoj ekonomiky na expanzi a útlum. Výrobnímu PMI indexu USA se daří dobře a spolu s výsledky non-manufacturing ISM indexu dochází k podpoře růstu ekonomiky. Bližší informace k PMI indexu, jeho struktuře a vývoji jednotlivých částí s dopady na ekonomiku jsou popsány v příloze P III. Vlastní PMI indexy mají i jednotlivé země eurozóny. Jediné Německo se delší dobu drželo nad 50 bodovou hranicí, ale v roce 2012 i ono začalo mírně ztrácet svoji sílu.



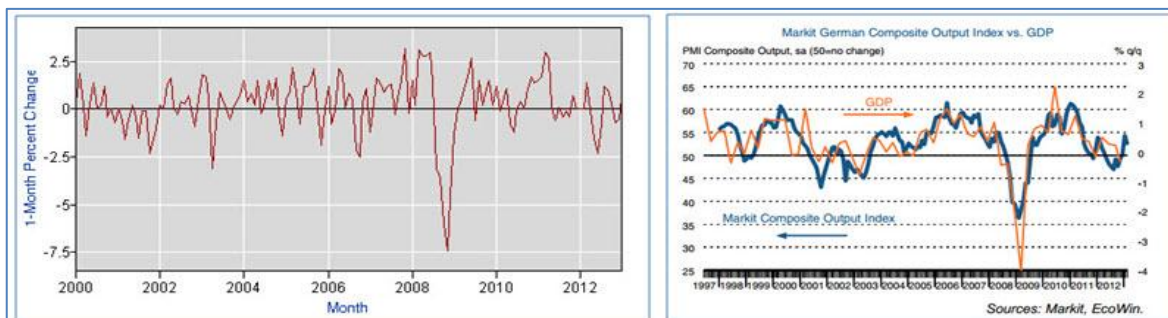
Obrázek 39 Vývoj výrobního PMI indexu v eurozóně a USA od roku 1999 (resp. 2007) do roku 2012

Zdroj: Markit.com, 2013

**USA – PPI m/m.** Vývoj indexu velkoobchodních cen (PPI) a indexu vývoje maloobchodních cen (CPI) informuje o vývoji inflace v dané zemi za předchozí měsíc. Oba indexy jsou jedny z nejdůležitějších v oblasti nastavování měnové politiky. Pokud překračují 3% hranici, jsou jasným signálem pro změnu úrokových sazeb. (Král', 2008) V USA jsou tyto hodnoty v rozmezí 2 - -2 % za celé sledované období. V případě trvalého růstu cen reagují akciové indexy výprodejem. Je vhodné mít v investičním portfoliu žádné akcie, ale hotovost nebo zlato.

**USA – Import / Export Prices.** Vývoj indexu dovozních a vývozních cen podává informace o konkurenceschopnosti ekonomiky. Pokud je hodnota vyšší jak 1, země směňuje vlastní vyrobené zboží a služby se zahraničím se ziskem. Zahraniční spotřebitel za ně platí více než domácí spotřebitel a pozitivně to ovlivní hodnotu HDP. V případě opačného vývoje se část HDP přelévá do zahraničí a při současném růstu dovozních cen dochází k importu inflace do domácí ekonomiky. K nápravě situace dochází například přes zvyšování úrokových sazeb. (Král', 2008) Na obrázku je zobrazena korelace vývoje německého kompozitního indexu exportních cen a HDP.

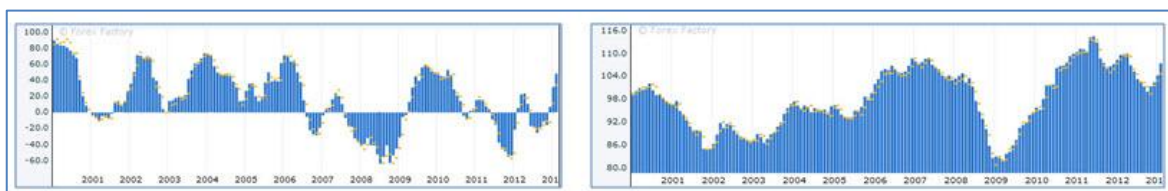




Obrázek 40 Vývoj indexu dovozních a vývozních cen v USA (vlevo) a německého kompozitního indexu exportních cen a HDP (vpravo) od roku 2000 (resp. 1997) do roku 2012

Zdroj: Bureau of Labor Statistics, USA, 2013; Markit.com, 2013

**Německo – ZEW Economic Sentiment a Ifo Business Climate.** Německý ZEW index odráží ekonomický sentiment na základě průzkumu až 350 finančních odborníků. Současný vývoj je pozitivní, ale je potřeba si dát pozor na to, zda bude i udržitelný. Z výsledků je patrná značná volatilita a velice rychle se z pozitivních čísel může propadnout do negativních. Druhým německým indexem vypovídajícím o ekonomické náladě v zemi je tzv. Ifo Business Climate, který na rozdíl od ZEW indexu není hodnocen na základě respondentů z finanční oblasti, ale obchodní sféry. (Král', 2008) V současné době je pozitivní. Na zveřejněné výsledky obou indexů (Ifo i ZEW) velice citlivě krátkodobě reaguje pár EUR/USD a určuje budoucí trend v několika následujících dnech.



Obrázek 41 Vývoj německého ZEW indexu (vlevo) a Ifo indexu (vpravo) v období 2000-2012

Zdroj: forexfactory.com, 2013

**Německo – Retail Sales.** Maloobchodní tržby informují o stavu poptávky v předchozím měsíci. Pro zdravou a silnou poptávku musí být tento ukazatel mírně dlouhodobě rostoucí. Na index reagují akciové trhy, které mají také v případě pozitivního vývoje růstovou tendenci. Neúměrný růst je ochlazován zvýšením základních úrokových sazeb. (Král', 2008) V krizovém období si je možné povšimnout nekonzistentního růstu, kdy spotřebitelé reagovali přímo úměrně ekonomické náladě panující například po důležitých summitech EU. Pozitivní zprávy podporovaly maloobchodní poptávku, naopak negativní výsledky summitů nebo zpráv z jižních zemí Evropy nutily německé občany k úsporám.

**USA – Retail Sales.** Na rozdíl od Německa je na indexu patrná menší volatilita a konzistentnější vývoj. Američané ve svoji ekonomiku více věří, což se pozitivně odvíjí na HDP, platební bilanci a posléze kurzu měny.

**USA – New Home Sales a Existing Home Sales.** Ukazatele počtu nově prodaných a započtených domů včetně stavu vývoje zásob volných domů a bytů podávají informace o budoucí spotřebě. V případě pozitivního vývoje informují o budoucím růstu HDP. Stavebnictví je jeden z nejdůležitějších oborů v průmyslu USA a spolu s dalšími odvětvími typu nábytkářství, spotřební elektrotechnika, atd. se okamžitě promítají do vývoje HDP. Na obrázku 42 je patrný mírný nárůst oproti krizovému období. Indexy se dostávají na úroveň roku 2008 a osobně věřím v jejich další, trvale udržitelný růst.

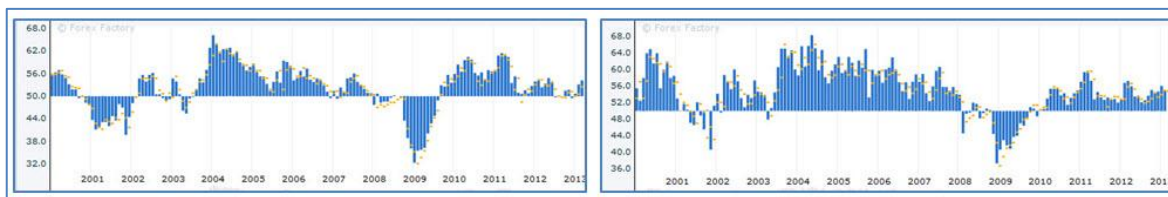


Obrázek 42 Vývoj indexu New Home Sales (vlevo) a Existing Home Sales (vpravo) v USA v období 2000-2012

Zdroj: *forexfactory.com*, 2013

**USA – Manufacturing ISM Index.** Index informuje o firemních investicích, pokud je vysoký, zvedá tzv. manufacturing orders (objednávky pro výrobu) a predikuje příští vývoj HDP. Skládá se z několika struktur, které jsou analyzovány každý měsíc. Nejvýraznější změny v tomto indexu jsou zachyceny v příloze P III. Index počítají v USA i jednotlivé státy, například Philly Fed Manufacturing Index je indexem průmyslové aktivity ve Philadelphii.

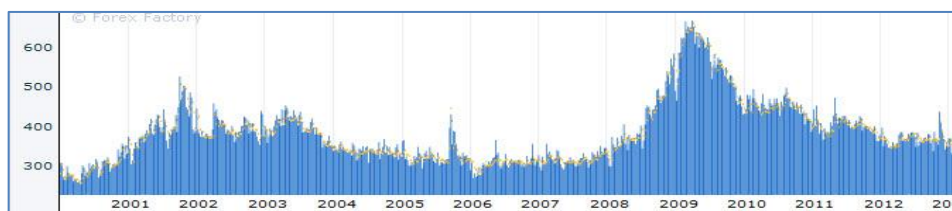
**USA – Non-Manufacturing ISM index.** Tento index slouží pro nevýrobní sektor a pokrývá 90 % objednávek na služby. Stejně jako Manufacturing ISM index značí růst ekonomiky, když je nad 50 bodovou hranicí. Na níže uvedeném obrázku je patrné, že skutečný vývoj indexu (modré sloupky) často překonává i odhady na daný měsíc (žluté políčko). Na rozdíl od výroby, která se teprve pomalu vzpamatovává z recese, index služeb konzistentně mírně roste a napomáhá ke zdravému růstu americké ekonomiky. Je třeba mít na paměti, že podnikání v oblasti služeb sebou nenese takové riziko jako podnikání ve výrobě. Americká ekonomika nyní stojí spíše na službách, což pro ni nemusí být (při dlouhodobým propadu ekonomiky než je předvídáno) dobré.



Obrázek 43 Vývoj ISM indexu pro výrobní sektor (vlevo) a pro nevýrobní sektor (vpravo) v období 2000-2012

Zdroj: *forexfactory.com*, 2013

**USA – Unemployment Claims.** Index zobrazuje nárůst / pokles žádostí nezaměstnaných o podporu. Jeho výše signalizuje možnosti budoucího ekonomického rozvoje. Pokud hodnota indexu klesá, dochází ke snižování míry nezaměstnanosti, tvorbě nových pracovních míst a již zmíněnému rozvoji ekonomiky. Z obrázku je patrné, že se postupně počet nezaměstnaných (registrovaných na úřadech práce!) snižuje tempem, které by mohlo potvrdit závěry FEDu, že americká ekonomika se odrazí ode dna ve 2. polovině roku 2013. V období 2008-2009 index správně signalizoval blížící se ekonomickou recesi, která je predikována strmým růstem.



Obrázek 44 Vývoj žádostí nezaměstnaných o podporu v období 2000-2012

Zdroj: *forexfactory.com*, 2013

Eurozónu tvoří 17 států, z nichž Německo a Francii lze řadit mezi dominantní ekonomiky a Řecko, Portugalsko, Španělsko a Itálii mezi ekonomiky problémové. Těchto 6 států výrazně ovlivňuje pozitivním či negativním způsobem parametry společné měny. Pro její další vývoj je důležité podrobit uvedené ekonomiky detailnějšímu zkoumání.

### 6.2.3 Makroekonomická analýza dominantních ekonomik eurozóny

Bližší informace o daných ekonomikách a jejich výkonnosti v numerickém vyjádření jsou uvedeny v příloze P IV.

Po pádu Lehman Brothers a finanční skupiny AIG se krize rozšířila do Evropy, kde tvrdě zasáhla evropský sociální model. I díky tomuto modelu se finanční a hospodářská krize přelila do krize fiskální, krize důvěry a nabrala obávaný tvar písmene „W“. Evropské státy, včetně Francie a Německa, se snažily ekonomiku rozproudit mnoha intervencemi, které

bohužel měly pouze krátkodobý dopad. Francie a Německo krizi překonávají (alespoň podle makroekonomických dat) mnohem lépe než jiné evropské státy a v podstatě tvoří hodnocené parametry v rámci Evropské unie. Je otázkou, zda vysoce regulovaný ekonomický model není lepší než starý liberální anglický. Bývalý francouzský prezident Sarkozy nastínil svoji vizi „Brave New World“, ve které je Francie vedena nejpřísnějším dohledem do postupné prosperity, kde není místo pro *laissez-faire*. Stejně přísnou kontrolu navrhuje i německá kancléřka Angela Merkelová. Díky francouzským intervencím stát vnesl kapitál do bank (BNP Paribas, Société Générale, státní záruka pro Credit Immobilier de France (CIF)), což mu nad nimi umožnilo získat částečnou kontrolu. Francie utrpěla i výrazné ztráty na trhu nemovitostí a investic, které se projeví zvýšením míry nezaměstnanosti na nebezpečnou úroveň. (Cavalier, 2010; Country Commerce, 2011; Mishkin, 2011; Viscusi, Glover, 2012)

**HDP.** Kromě ročního tempa růstu jsou zbylé ukazatele pozitivní i ve výhledu do budoucna. Tempo růstu HDP je pomalejší u Francie, která nedosahuje tak dobré produktivity práce jako Německo. Je potřeba sledovat francouzský pracovní trh, který bude důležitým ukazatelem pro kvalitu měny. Samotné Německo celou eurozónu nezachrání.

**Inflace.** Míra inflace je v obou sledovaných případech stejná, její dlouhodobý průměr (od roku 2000) se drží stabilně pod hodnotou 2 %. Podle mého odhadu je trh v horizontu do 2 let připraven i na vyšší inflaci (do 5 %) z důvodu politiky ECB a FEDu. Do konce 1. Poloviny roku 2013 by inflace měla být stabilní a předvídatelná.

**Nezaměstnanost.** Německu se v oblasti pracovních sil daří velice dobře, trend míry nezaměstnanosti počítaný od roku 2000 se neustále snižuje, vzrůstá efektivita práce a náklady na práci jsou konstantní. Francii naopak trápí stále se zvyšující míra nezaměstnanosti, která dosahuje nad 10% hranici. Náklady na práci jsou vyšší než v Německu, přitom efektivita práce dosahuje zhruba 80 % německé. Při příchodu krize Německo svoji efektivitu zvýšilo, Francie naopak začala ztrácet. Francouzský pracovní trh je jedním z hlavních indikátorů, které je třeba sledovat. Stejně jako Německo je v průmyslu závislé do velké míry na Itálii, Francie zase na Španělsku, kde výrazné zlepšení nepředpokládám.

**Platební bilance.** Německo má dobře zacílené odbytiště, je v podstatě, co se týče exportu, tahounem eurozóny. Naopak u Francie je stav platební bilance dalším důležitým indikátorem, který je třeba bedlivě sledovat. Negativně ovlivňuje stav společné evropské měny a v případě vzrůstajících problémů eurozóny se může Francie stát dalším Španělskem. Tuto skutečnost potvrzuje i studie z roku 2011 institutu Lisbon Council, která konstatuje,

že Francie je neschopná rychlé ekonomické adaptace a stav její ekonomiky by měl být poplachem všech zemí eurozóny. Zpráva „Euro Plus Monitor“ z roku 2011 umístila Francii na 13. příčku v eurozóně z hlediska celkového zdraví ekonomiky (potenciál růstu, zaměstnanost, spotřeba) a na 15. místo v hodnocení ekonomické adaptace (snižování rozpočtových deficitů a omezování růstu nákladů na pracovní sílu). Francie se podle kritérií nachází blíže Španělsku a Itálii než k zemím s ratingem AAA.

**Zadluženost.** Obě země porušují Maastrichtská kritéria. Do konce roku 2013 stav zadluženosti nijak výrazně neovlivní kvalitu měny. Po nástupu prezidenta Hollanda předpokládám pro další roky vyšší zadlužení s odůvodněním stimulace trhu práce.

#### 6.2.4 Makroekonomická analýza problémových ekonomik

Mezi problémové ekonomiky eurozóny patří země jižní Evropy, a to Itálie, Španělsko, Řecko a Portugalsko. Jejich postoje k řešení evropské krize a mnohá důležitá data jsou uvedena v příloze P III. Z důvodu omezeného rozsahu diplomové práce nebudou jednotlivé ekonomiky analyzovány do detailu, jak tomu bylo u Německa a Francie. Portugalsko a Řecko jsou závislé na mezinárodní pomoci, kterou již delší dobu čerpají. Nepředpokládám, že se situace v Portugalsku a Řecku během následujících 2 let zlepší. Pravděpodobnějším scénářem je spíše odpuštění další části dluhu. Obě země nemají žádný výrazný hnací motor (silný průmysl, technologie), který by je dokázal vyvést z krize, která je ještě více prohlubována situací v Itálii a Španělsku. Pokud tento motor chybí, vše záleží na lidech. Nevyřeší to generální stávky ani jiné formy protestů způsobující nové problémy na příjmové straně státního rozpočtu. Na zvážení je i role evropské solidarity.

Bližší analýze, která je součástí příloh, jsem podrobil ekonomiky Itálie a Španělska, které mají podobné problémy jako Portugalsko a Řecko, ale zatím se s podporou ECB drží na světových finančních trzích. K jejich záchraně by kapacita fondů nestačila, a proto je v zájmu všech, aby tyto země začaly brzy růst. Výraznou charakteristikou italské ekonomiky je vysoký veřejný dluh, který zpomaluje ekonomiku a dovedl Itálii ke krizi na vládním dluhopisovém trhu, kterou na sekundárním trhu řešila svými nákupy ECB (pod vedením Itala Maria Draghiho). Španělsko se v současné době potkává s mnoha závažnými problémy, které nebude lehké vyřešit (nízká konkurenceschopnost podnikové sféry, výrazná nezaměstnanost, hluboký pokles automobilového průmyslu a stavebnictví, zhoršení ratingu a propad veřejných investic).

Všechny problémové ekonomiky čelí prakticky stejným problémům nezaměstnanosti, velkému podílu služeb na tvorbě národního hospodářství nebo malému počtu kvalifikovaných

odborníků. Krátkodobé zlepšení předpokládám pouze v letní sezóně v oblasti cestovního ruchu, hotelnictví a zemědělství. Půjde o krátkodobý pozitivní výkyv, se kterým investoři a věřitelé počítají. Bude zajímavé sledovat vzájemné vazby Itálie a Německa a také Španělska, Portugalska a Francie. Pokud se bude dařit Německu, bude přežívat i Itálie. Pokud se problémy ve Španělsku zhorší a země bude nucena zažádat o plnou zahraniční pomoc, utrpí jak Francie, tak i celá eurozóna a s ní i kvalita měny, která se může dostat až k hodnotám 1 : 1 k dolaru. V krátkodobém vývoji je třeba sledovat výnosy státních dluhopisů Španělska a Itálie a úspěšnost jednotlivých aukcí, které se velmi rychle promítají do kurzu eura.

### 6.2.5 Úspěšnost dluhopisových aukcí vybraných zemí eurozóny

Bližší informace o úspěšnosti dluhopisových aukcí a historický kontext vzniku dluhopisového trhu jsou uvedeny v příloze P VI.

V následující části bude pozornost věnována souhrnným výsledkům úspěšnosti jednotlivých aukcí dluhopisů a státních pokladničních poukázek výše zmíněných zemí. Vycházím z předpokladu, že mimo základní makroekonomická data, která jsou historického charakteru, má na měnový kurz vliv i aktuální zájem investorů na dluhopisovém trhu. Situace v jednotlivých zemích se okamžitě promítá na dluhopisový trh, který vládám poskytuje zpětnou vazbu na realizovanou politiku. Příkladem nespokojenosti investorů může být zvýšení úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů České republiky, které proběhlo v září 2012 při prosazování zákona o zvýšení DPH a církevních restitucích. Vládní koalice v dané chvíli ztratila většinu ve sněmovně, kdy potřebovala přehlasovat již zamítnutý zákon senátem, a spojila schvalování zákona s hlasováním o důvěře vládě. Investoři následným zvýšením požadovaných výnosů projeví nespokojenost s vládní politikou. Sám ministr financí Kalousek ještě před tímto hlasováním označil investory za nezávislého posuzovatele ekonomicko-politického dění ve státě. (Kalousek, 2012)



Obrázek 45 Vývoj výnosových úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů ČR v září 2012

Zdroj: Bloomberg.com, 2012

**Německo a Francie.** Francouzské aukce jsou četnější a více úspěšné, nabízí zajímavý a stabilní výnos. Naopak Německu se nedaří upisovat zamýšlené objemy a aukcí v současné době není mnoho, výnosy jsou příliš nízké a pro investory nelukrativní. Francie má oproti Německu rovněž vyšší podíl emisí na peněžním trhu, vzhledem k současným dosahovaným výnosovým úrokům jsou tyto krátkodobé emise pochopitelné. V příloze P VI jsou analyzovány aukce od prosince 2011, kdy Evropu sužovaly největší obavy z rozpadu eurozóny a sami státníci otevřeně mluvili o rozpadu a snažili se problém vyřešit mnoha summity. První francouzská aukce dluhopisů po zvolení prezidenta Hollanda ze dne 16. 5. 2012 zaznamenala snížení výnosů oproti aukci z 19.4.2012. Nepotvrdily se obavy, že investoři se po zvolení socialistického prezidenta odkloní od investic do francouzské ekonomiky. (cyrrus.cz, 2013) Nízké německé výnosy dluhopisů (někdy až záporné) a na druhou stranu nezáměr o německé aukce vypovídá o 2 typech investorů. Jedni (tvořící menšinu) se připravují na rozpad společné evropské měny a návrat marky, druzí naopak věří v budoucí měnu a svoje investice umisťují do francouzských nebo jiných dluhopisů a aktiv. Pokud by zanikla společná evropská měna, nová německá marka by byla s největší pravděpodobností nejsilnější nově vzniklou měnou v Evropě s výrazným zhodnocením. Investoři, kteří investovali do německých dluhopisů s nízkým nebo záporným výnosem, by v tomto případě dosahovali značných zisků.

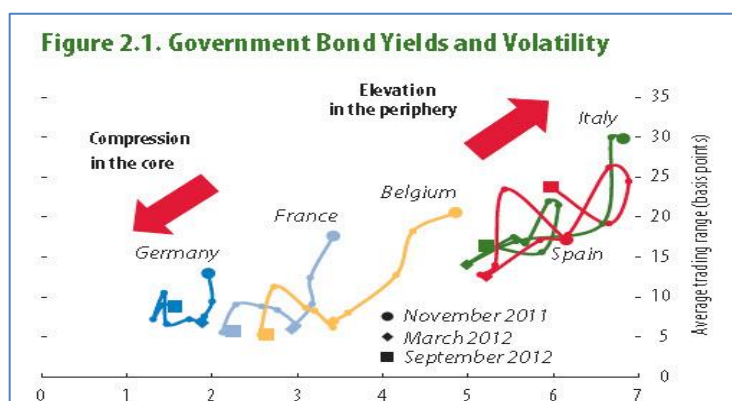
Na celkovém upsaném objemu německých dluhopisů, který za sledované období dosahoval 38 % francouzského, se podepsal hlavně nízký výnos německých dluhopisů a pokladničních poukázek. Francie upsala 56 % z celkového objemu na peněžním trhu s pokladničními poukázkami, Německu se na tomto trhu podařilo upsat jen zhruba 18 %. Z provedené analýzy aukcí dluhopisů Německa a Francie usuzují, že jednotlivé aukce a výnosy nemají negativní dopad na kurz eura.

Francie za sledované období (prosinec 2011 – únor 2013) upsala 184 mld. EUR celkem, z toho 104 mld. EUR na peněžním trhu. Německo upsalo 70 mld. EUR celkem, z toho 13 mld. EUR na peněžním trhu.

**Španělsko a Itálie.** Objem upsaných dluhopisů za stejné sledované období jako v případě dominantních ekonomik (prosinec 2011 – únor 2013) činil ve Španělsku 123 mld. EUR a v Itálii 187 mld. EUR. Španělsko z tohoto objemu upsalo 33 % na peněžním trhu a Itálie 55 %. Veškeré aukce nabízejí zajímavé výnosy přinášející výhody jak vládám, tak i věřitelům. Vysoké, ale ufinancovatelné výnosy jsou doprovázeny silnou poptávkou. Na rozdíl od dominantních ekonomik je často upisováno i více než 100 % zamýšleného objemu (před-

vším španělské aukce). Aukce obou zemí jsou časté a navzdory negativním zprávám (snížení ratingu země) nedochází k žádnému negativnímu výkyvu na straně výnosů ani poptávky (měřené přes bid-to-cover). Je důležité bedlivě sledovat zájem o tyto aukce. Současné výsledky se pozitivně odráží v kurzu eura a vypovídají o investorské důvěře v tyto ekonomiky.

Následující obrázek prezentuje volatilitu výše zmíněných 10letých dluhopisů v závislosti na čase. Horizontální osa X znázorňuje výnosy ze státních dluhopisů, vertikální osa Y volatilitu. Jak je z obrázku patrné, nejvíce volatilní byly pochopitelně bondy Itálie a Španělska, které se nacházejí v pravé části grafu.



Obrázek 46 Vývoj úrokových sazeb a volatility vybraných státních dluhopisů

Zdroj: IMF Annual Report, 2012

## 6.2.6 Závěr k analýze ekonomik eurozóny a USA

Následující tabulka prezentuje můj subjektivní názor na budoucí směřování jednotlivých makro a mezo indikátorů eurozóny a USA v krátkodobém horizontu do července 2013, kdy je z analyzovaných dat možná provést za současné volatility vypovídající prognózu. Na základě provedených analýz (kapitola 6 a přílohy P III – VI) zeleně vybarvená pole značí pozitivní vývoj a červeně vybarvená pole vývoj negativní.

Tabulka 14 Subjektivní názor na budoucí vývoj makro a mezo indikátorů eurozóny  
[vlastní zpracování]

<b>Eurozóna</b>	HDP	Nezaměstnanost	Inflace	Platební bilance
	Dluh k HDP	DAX	CAC 40	Retail Sales Německo
	Composite PMI	Manufacturing PMI Německo	Manufacturing PMI Francie	Ifo Business Climate Německo
	ZEW Economic Sentiment Německo	Dluhopisové aukce Německo, Francie	Dluhopisové aukce Španělsko, Itálie	---



Tabulka 15 Subjektivní názor na budoucí vývoj makro a mezzo indikátorů USA

[vlastní zpracování]

USA	HDP	Nezaměstnanost	Inflace	Platební bilance
	Dluh k HDP	DJIA	Nasdaq	S&P 500
	Manufacturing PMI	Import / Export Prices	Retail Sales	New and Existing Home Sales
	Manufacturing ISM	Non-manufacturing ISM	Unemployment Claims	PPI

### 6.3 Měnový pár EUR/USD

Měnový pár EUR/USD prochází od propuknutí krize v roce 2008 značnou volatilitou. Z níže uvedeného obrázku je patrné, že USD má v tomto měnovém páru výrazně lepší pozici a oproti EUR dlouhodobě posiluje. Negativně se na hodnotě obou měn projevilo několik kol kvantitativního uvolňování, vysoká míra nezaměstnanosti a dlouhodobě neřešená (nebo byrokraticky řešená) situace na evropském kontinentu. Hodnota eura utrpěla také spekulacním tlakem. Právě z posledního zmíněného není možné na obrázku přesně odhadnout, do jaké míry byla volatilita způsobena fundamenty a do jaké míry psychologii. Euro v měnovém páru EUR/USD bylo a možná ještě dlouho bude nejvíce shortovanou měnou (= spekulovanou měnou na pokles její hodnoty). Podrobnější informace zachycuje jednak tato 6. Kapitola a také i příloha P III.



Obrázek 47 Vývoj měnového páru EUR/USD v období 2008-2012

Zdroj: *finance.yahoo.com*, 2013

### 6.4 Korelace měn

V případě výrazné volatility měnového páru, který je navíc ovlivněn psychologii trhu, je problematické prognózovat jeho budoucí vývoj. V predikci je možné využít fundamentů jiných ekonomik, jejichž měnové páry výrazně pozitivně nebo negativně korelují s námi

sledovaným měnovým párem. Obrázek 48 zobrazuje týdenní korelace měnových párů. Koeficient 100 znamená 100% pozitivní korelaci, -100 vyjadřuje 100% negativní korelaci. Jestliže se korelace pohybuje v rozmezí -60 – 60, jedná se o bezvýznamnou korelaci.

	EURUSD	GBPUSD	USDCHF	USDJPY	GBPJPY	AUDUSD	
EURUSD	100.0	32.5	-93.8	65.1	0.0	29.0	EURUSD
GBPUSD	39.1	100.0	-54.0	-27.3	3.4	40.8	GBPUSD
USDCHF	-94.6	-54.0	100.0	-41.8	-66.0	-23.5	USDCHF
USDJPY	67.4	-27.3	-47.5	100.0	95.2	20.5	USDJPY
GBPJPY	82.0	-7.8	-62.8	94.8	100.0	34.1	GBPJPY
AUDUSD	28.7	39.2	-24.1	16.8	31.6	100.0	AUDUSD
	EURUSD	GBPUSD	USDCHF	USDJPY	GBPJPY	AUDUSD	

Obrázek 48 Týdenní korelace vybraných měnových párů

Zdroj: Mataf.net, 2013

Příkladem negativní korelace je situace na měnovém páru EUR/USD a USD/CHF. (Forex-zone.cz, 2012)



Obrázek 49 Negativní korelace na měnovém páru EUR/USD a USD/CHF

Zdroj: forex-zone.cz, 2013

## **7 PROJEKT ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK VE SPOLEČNOSTI HP TRONIC ZLÍN, SPOL. S R.O.**

Společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. je ve svém oboru podnikání významným importérem a exportérem, a proto je pro ni velmi důležité se problematice řízení devizových rizik soustavně věnovat. V současné době se danou problematikou zabývá malý interní organizační útvar. Záleží pouze na uvedeném útvaru jakou metodu a techniku pro řízení devizových rizik zvolí.

Po konzultaci s vedoucím práce a zástupci společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o., se vzhledem k rozsahu práce a současným podmínkám na devizovém trhu, budu v projektové části zabývat již vybraným nástrojem, a to forwardem.

### **7.1 Cíl a východiska projektu**

Cílem projektové části je navrhnout strategii řízení devizových rizik na základě fundamentální analýzy a poskytnout společnosti zpětnou vazbu na její dosavadní způsob řízení devizových rizik s následným doporučením pro budoucí zajištění.

Fundamentální analýza je z dlouhodobějšího horizontu v této práci považována za základ. Její nadstavbou může být technická a psychologická analýza – především Fibonacciho analýza a teorie Elliottových vln. Při správném pochopení a aplikaci vzorce lze dosáhnout velmi přesných výsledků v krátkodobé predikci vývoje kurzu.

První část projektového cíle (fundamentální analýza) je součástí kapitoly 6 a přílohy P III. Poskytnutí zpětné vazby na stávající systém řízení devizových rizik je součástí následující kapitoly 7.2 Analýza stávajícího systému řízení devizových rizik a poslední 3. část obsahující doporučení pro budoucí vývoj je součástí kapitoly 7.4 Návrh vhodného zajištění devizových rizik.

### **7.2 Analýza stávajícího systému řízení devizových rizik**

V následující části je jednotlivým kvartálům roku 2012 přiřazen spolu s devizovým ziskem nebo ztrátou na měnách EUR a USD také typ zajištění a jeho způsob. K výsledkům, které mi poskytla společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o., jsou ve stručnosti přiřazeny nejdůležitější makroekonomické skutečnosti, které se dotkly kurzu EUR a USD. Bližší informace k těmto změnám obsahuje příloha P III.

Tabulka 16 Využití zajišťovacích nástrojů za rok 2012 [vlastní zpracování]

Období	Devizový zisk / ztráta	Zajištění	Typ zajištění	Byl využit vhodný nástroj?	Byly nastaveny dobře parametry nástroje?
EUR					
1Q 2012	- 1 592 424	NE	---	---	---
2Q 2012	617 193	NE	---	---	---
3Q 2012	- 1 224 452	NE	---	---	---
4Q 2012	- 3 076 674	NE	---	---	---
USD					
1Q 2012	- 1 230 448	ANO	Forward	ANO	ANO <sup>*)</sup>
2Q 2012	9 487 042	ANO	Forward	ANO	ANO <sup>*)</sup>
3Q 2012	- 3 266 664	ANO	Forward	ANO	ANO <sup>*)</sup>
4Q 2012	- 4 508 218	ANO	Forward	ANO	ANO <sup>*)</sup>

<sup>\*)</sup> i když v jednotlivých kvartálech docházelo ke ztrátám, forward byl zajištěn s týdenní nebo 2 týdenní periodicitou, tak aby bylo co nejvíce eliminováno riziko volatility kurzu.

Detailnější vývoj jednotlivých kurzových zisků a ztrát řazených podle kvartálů v roce 2012 shrnuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 17 Vývoj kurzových zisků a ztrát podle měn a kvartálů za rok 2012 [vlastní zpracování]

Kurzový zisk / ztráta	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	Celkem
EUR					
Kurzové zisky	1 243 501	2 670 197	794 492	1 976 241	6 684 431
Kurzové ztráty	2 835 925	2 053 004	2 018 944	5 052 915	11 960 788
Celkem (CZK)	- 1 592 424	617 193	- 1 224 452	- 3 076 674	<b>- 5 276 357</b>
USD					
Kurzové zisky	5 628 312	14 886 405	6 549 407	9 359 077	36 432 201
Kurzové ztráty	6 858 760	5 399 363	9 816 071	13 867 295	35 941 489
Celkem (CZK)	- 1 230 448	9 487 042	- 3 266 664	- 4 508 218	<b>490 712</b>

Z finanční analýzy vyplynulo výrazné opoždění inkasa za pohledávky a plateb za závazky. Pohybuje se řádově v rámci 1 – 2 měsíců a promítá se do kvartálních výsledků. Následující tabulka zobrazuje rozdělení fakturace v EUR čtvrtletně za rok 2012. Pro společnost je jed-

nodušší plánovat svoje cash flow, protože inkasa v EUR dosahují vždy nad 90% hranici vystavených faktur. V rámci plateb v EUR docházelo k více než 100% plnění, výjimkou je 4Q 2012, kdy došlo k objemově 100% nárůstu přijatých faktur. Platby za jednotlivé kvartály jsou konstantní.

Za předpokladu doplacení zbylé částky za 4Q 2012 v následujícím 1Q 2013 společnost realizovala kurzové ztráty, protože CZK v tomto čtvrtletí výrazně oslabovala. Ve velice zjednodušeném případě může být kurzová ztráta ve výši cca od 170 000 CZK (splatné v 1. týdnu února 2013 – nejvyšší posílení CZK v daném kvartálu) do cca 445 000 CZK (2. polovina března 2013 – nejvyšší oslabení CZK v daném kvartálu). Pro výpočet byly použity kurzu ze serveru Bloomberg.com a výpočet teoretické částky k zaplacení byl přepočten kurzem ze zde 27. 12. 2012 (25,12 EUR/CZK).

*Tabulka 18 Fakturace podle jednotlivých kvartálů 2012 v EUR [vlastní zpracování]*

Měna v EUR	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012
Vystavené faktury	6 763 988	4 890 110	6 390 675	10 414 812
Inkaso	6 227 511	6 909 874	5 916 366	9 446 158
Inkaso (%)	92 %	141 %	93 %	91 %
Přijaté faktury	398 352	460 836	380 749	1 109 203
Platby	718 574	475 256	578 151	536 109
Platby (%)	180 %	103 %	152 %	48 %

V rámci zajištěných plateb forwardem s pravidelným vypořádáním by bylo pro společnost z pohledu řízení devizového rizika teoreticky vhodné inkasovat co nejvíce v období oslabení CZK, které by přinášelo společnosti devizové zisky. Vzhledem k dokumentárním akreditivům ve splatnosti 20 dnů a projekci cash flow to není prakticky možné. Tato situace se vztahuje zjednodušeně na 2Q, 4Q 2012 a 1Q 2013. Příklad reálného zisku z oslabení CZK v 1Q 2013 je součástí kapitoly 7. 4 Návrh vhodného zajištění devizových rizik.

Naopak platby za přijaté faktury je vhodné načasovat do období posilování CZK, což se dělo v období 1Q a 3Q 2012. Společnost v tomto období hradila většinu přijatých plateb, z pohledu řízení devizového rizika učinila správně.

Tabulka 19 Fakturace podle jednotlivých kvartálů 2012 v USD [vlastní zpracování]

Měna v USD	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012
Vystavené faktury	368 521	872 642	859 389	635 960
Inkaso	203 849	334 236	1 256 809	859 972
Inkaso (%)	55 %	38 %	146 %	135 %
Přijaté faktury	7 369 948	11 531 155	10 919 395	15 554 416
Platby	6 368 422	14 609 138	12 622 109	11 696 616
Platby (%)	86 %	127 %	116 %	75 %

Společnost vykazuje za 1Q 2012 velké kurzové ztráty na obou měnách, které jsou způsobeny zejména nesoustavným sledováním vývoje ekonomik USA a eurozóny. Protože doba obratu závazků a pohledávek z tržeb v obou případech dosahuje až 2 měsíců, reálný pohyb peněz se přesunuje do následujícího kvartálu. V posledním 4Q 2011 byla situace v obou ekonomikách relativně klidná. Evropská komise řešila podobu společných evropských dluhopisů, bývalý francouzský prezident Sarkozy ujišťoval všechny o evropské solidaritě a spolu s německou kancléřkou otevřeně mluvili o EU jako politické unii. Situace začala být kritická na konci roku 2011 po zveřejnění výsledků zátěžových testů bank a negativní sentiment se přelil i do 1Q 2012. Euro začalo být volatilní. ECB zahájila masivní kvantitativní uvolňování a Francie ztratila svůj prestižní AAA rating. Španělsko a Itálie dosahovaly kritické hranice na výnosech 10letých státních dluhopisů a na americkém kontinentu se zvyšovala míra nezaměstnanosti. USA i eurozóna ztrácely na síle a CZK posilovala, což není dobré pro export. Pravidelnou fundamentální a psychologickou analýzou by bylo podle mého názoru možné dopředu tento vývoj alespoň částečně odhadnout. Je potřeba primárně sledovat zahraniční zpravodajské servery (Bloomberg, CNN, Reuters) a nespolehat se na české, které často předkládají zkreslené, neúplné a opožděné informace. Ani v dalších kvartálech roku 2012 se situace nezlepšovala. Tento negativní sentiment bylo možné odhadnout z vývoje ISM indexu pro americký trh, PMI indexu pro eurozónu, míry nezaměstnanosti, jednotlivých tiskových konferencí ze zasedání FEDu a ECB. Situace se o něco zlepšila v posledním kvartále roku 2012 a v první polovině 1Q 2013. Častokrát se o tomto období média zmiňují jako tichu před bouří.

Analýza měnového páru EUR/CZK a USD/CZK je součástí následující kapitoly. V příloze P III je podrobně analyzována výše popsaná makroekonomická situace i s uvedením autorů.

### 7.3 Měnové páry EUR/CZK a USD/CZK

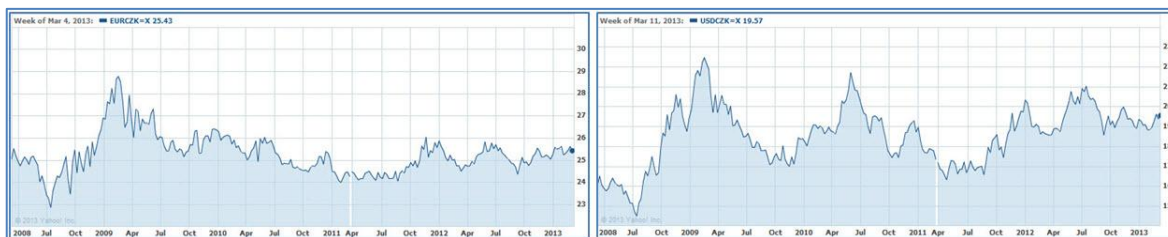
Následující část je zaměřena na reálný vývoj měnových párů EUR/CZK a USD/CZK a poté predikci možného budoucího vývoje.

#### 7.3.1 Skutečný vývoj měnových párů EUR/CZK a USD/CZK

Od začátku propuknutí krize v roce 2008 CZK oproti EUR dlouhodobě posiluje. Nejvýrazněji je možné tuto skutečnost pozorovat mezi roky 2009 – 2012, kdy začala na evropském kontinentu masivní podpora problémových ekonomik ze strany ECB, enormní mírou rostla nezaměstnanost a téměř 1/3 eurozóny se ocitla „na kapačkách“. Neomezená likvidita, která byla poskytnuta bankám, naštěstí zůstala uvnitř bankovního systému a nedošlo k dalšímu, ještě razantnějšímu znehodnocení společné evropské měny v podobě inflace. CZK od léta 2007 do léta 2008 posílila o 20 % na hodnotu EUR/CZK 23,53 z předchozích 28,33. V této době ještě v ČR nepropukla hospodářská krize a například Miroslav Kalousek se vyjádřil, že se naší země žádná krize ani nedotkne. Zahraniční obchod byl v dobré kondici, české HDP rostlo rychleji než HDP eurozóny a nezaměstnanost byla výrazně nižší. Po příchodu krize do ČR, ČNB ve 3Q 2008 nakonec intervenovala na pokles kurzu pomocí snížení základních úrokových sazeb. Ke konci roku 2008 propuknutá krize zasáhla i českou ekonomiku a její kurz oproti EUR začal výrazně oslabovat. V roce 2009 byla CZK společně s měnami regionu vystavena silnému výprodejovému tlaku a vyšplhala se na hodnotu k EUR/CZK 29. Od té doby se CZK stala jednou z nejstabilnějších měn regionu a dlouhodobě posilovala až k současným EUR/CZK 25,59.

V měnovém páru USD/CZK česká koruna oproti USD posiluje od roku 2001 z původních 41 USD/CZK až k současným 19,76 USD/CZK (k 17. 3. 2013). Na maximum CZK dosáhla v červenci 2008, kdy posílila na hodnotu 14,90 USD/CZK. Dolar v té době utrpěl ztrátu důvěry po propuknutí krize na americkém kontinentu. Po opětovném získání důvěry v USD začala koruna oslabovat. Jejím oslabení napomohly i problémy ve střední Evropě (Maďarsko). Investoři CZK stále zahrnují pod 1 region střední Evropy (ČR, Slovensko, Maďarsko, Polsko).

Bližší informace k vývoji situace na evropském a americkém kontinentu jsou popsány v příloze P III.



Obrázek 50 Vývoj kurzu EUR/CZK (vlevo) a USD/CZK (vpravo) v období 2008-2012

Zdroj: *finance.yahoo.com*, 2013

Na následujícím obrázku je zachyceno výrazné posilování USD oproti CZK, které od roku 2008 činí více jak 20 %. Výrazná volatilita je způsobena důvěrou investorů, kteří se jednu dobu uchýlovali k investicím do švýcarského franku, japonského jenu nebo zlata a nemovitostí. Podobný vývoj, pouze v jednotkách procent, zaznamenalo i euro, které za sledované období posílilo vůči CZK o cca 2 %. Česká měna v posledních 2 měsících oslabil na obou měnových párech téměř o 1 CZK, a to následkem oznámení ČNB, která se rozhodla pro podporu exportu v krajním případě devalvovat hodnotu koruny. Trh reagoval výprodejovým tlakem a k devalvaci tak ČNB nemusela přistoupit.



Obrázek 51 Posilování EUR a USD vůči CZK v období 2008-2012

Zdroj: *finance.yahoo.com*, 2013

### 7.3.2 Predikce vývoje měnových párů EUR/CZK a USD/CZK

K datu 17. 3. 2013 veškeré fundamenty nasvědčovaly k posilování USD minimálně do května 2013. Naopak měny CZK i EUR by měly oslabovat. Na CZK dopadá jednak psychologie trhu, kdy ČNB slovně intervenovala na oslabení koruny a do budoucna možná devalvace měny za stejným účelem. Proti posílení CZK vystupují nepříznivé zprávy z domácí ekonomiky a provázanost na německou ekonomiku, která v únoru 2013 například zaznamenala 17% pokles prodeje osobních automobilů. Dlouhodobý propad uvedeného



indikátoru by znamenal závažné problémy pro EUR i CZK, která by oslabila ještě rychlejším tempem než EUR. Od května předpokládám zvýšenou volatilitu vůči EUR a USD po možném propuknutí další vlny krize. Není zatím jasné, jestli přijde z USA nebo eurozóny. To může vyvolat krátkodobé posilování CZK vůči EUR podpořené uměle vytvořenými pozitivními signály z eurozóny. Poté bezesporu dojde k dalšímu oslabování CZK. Osobně se přikláním k názoru eskalace problémů v rámci unie (zvýšení nezaměstnanosti, neplnění podmínek mezinárodní pomoci, nové žádosti o mezinárodní pomoc). Problém může nastat i na straně USA. Podle názoru Stana Druckenmillera, jednoho z nejlepších manažerů hedgeových fondů, hrozí bankrot země díky deficitům sociálního zabezpečení, Medicare a Medicaid. Jejich současná hodnota převyšuje hodnotu 200 bilionů dolarů a Druckenmiller dodává, že se jedná o řádově více, než je oficiální „účetní“ dluh USA. Obamova administrativa tyto problémy částečně zmírnila a zároveň odsunula jejich řešení na pozdější dobu. Tento krok byl pozitivním signálem pro posilování dolaru v horizontu několika následujících měsíců. (Burton, 2013)

V kratším horizontu (1-2 měsíce) je možné, že se CZK bude pohybovat v pásmu 25,70 – 25,80 CZK za EUR a od přelomu května/června by měla CZK dále oslabovat nad hranici 25,80. Tento výhled je v rozporu s dlouhodobou prognózou ČNB, kdy by se měl měnový pár EUR/CZK ustálit pro rok 2013 na hodnotě 25,3 CZK za EUR. Moje predikce k USD je v dlouhodobém souladu s predikcí společnosti Citifin a ČNB. Pokud by česká ekonomika zdravě rostla a její růst byl podpořen situací v eurozóně, má potenciál posílit k technické úrovni 18,75 USD/CZK. Pravděpodobnost nastání tohoto scénáře není příliš velká. Nejpravděpodobnějším vývojem je oslabení CZK v 1. pololetí roku 2013 na průměrnou úroveň 19,55 USD/CZK a ve 2. pololetí ještě více nad tuto hodnotu. Sílící USD by mohl být pozitivně podpořen po ukončení všech kol kvantitativního uvolňování a posílit v páru EUR/USD pod hranici 1,25. (Citifin, 2013; ČNB, 2013)

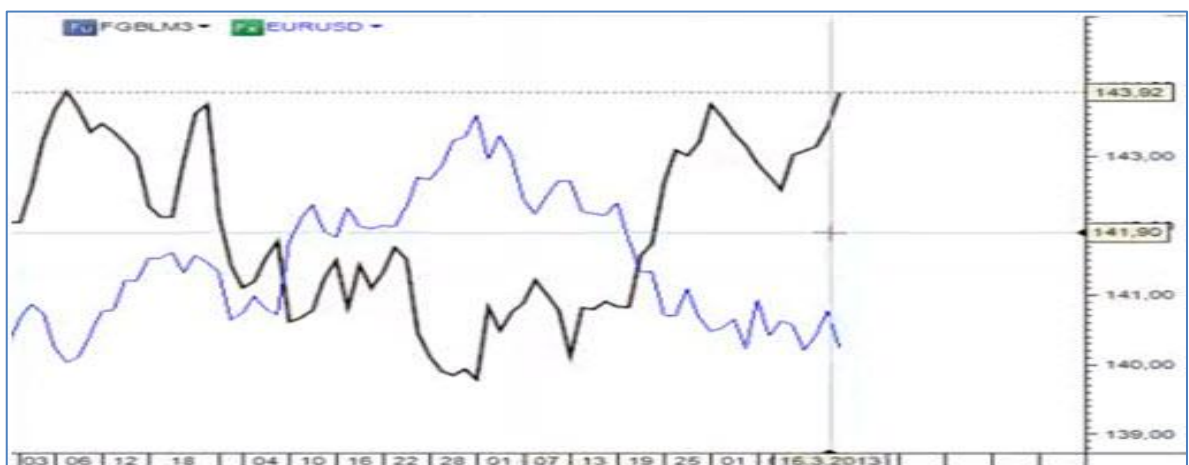
Hodnota CZK se v obou případech odvíjí od měnového páru EUR/USD. Jeho vývoj znázorňuje obrázek 52 prezentující závislost Elliottových vln a Fibonacciho posloupnosti. Na přibližné časové ose by mělo EUR v polovině dubna posílit k hodnotě 1,32 a poté oslabovat do června 2013 k přibližné hodnotě 1,24.



Obrázek 52 Závislost Elliottových vln a Fibonacciho posloupnosti

Zdroj: Pavlíček, 2013

Předpokládaný vývoj měnového páru EUR/USD je možné ověřit pomocí negativní korelace s euro bondem „FGBLM3“. Pokud posiluje EUR v měnovém páru EUR/USD, euro bond se stává neatraktivní a zároveň oslabuje i CZK v měnovém páru EUR/CZK.



Obrázek 53 Negativní korelace měnového páru EUR/USD a euro bondu „FGBLM3“

Zdroj: obchodní platforma MetaTrader

Z výše zmíněného je možné odvodit korelace pro vývoj měnových párů EUR/CZK a EUR/USD. CZK je navázaná na EUR, z toho vyplývá následující:

- ↑ EUR/USD » ↓ EUR/CZK (negativní korelace)
- ↑ EUR/USD » ↓ USD/CZK (negativní korelace)
- ↑ EUR/CZK » ↑ USD/CZK (pozitivní korelace\*)

- ↑ EUR/USD » ↓ FGBLM3 (negativní korelace)

- ↑ EUR/CZK » ↑ FGBLM3 (pozitivní korelace)

- pozn.: \*) výpočet korelace proběhl za 500 dní v období od 10. 11. 2008 do 27. 1. 2011 z close ceny.

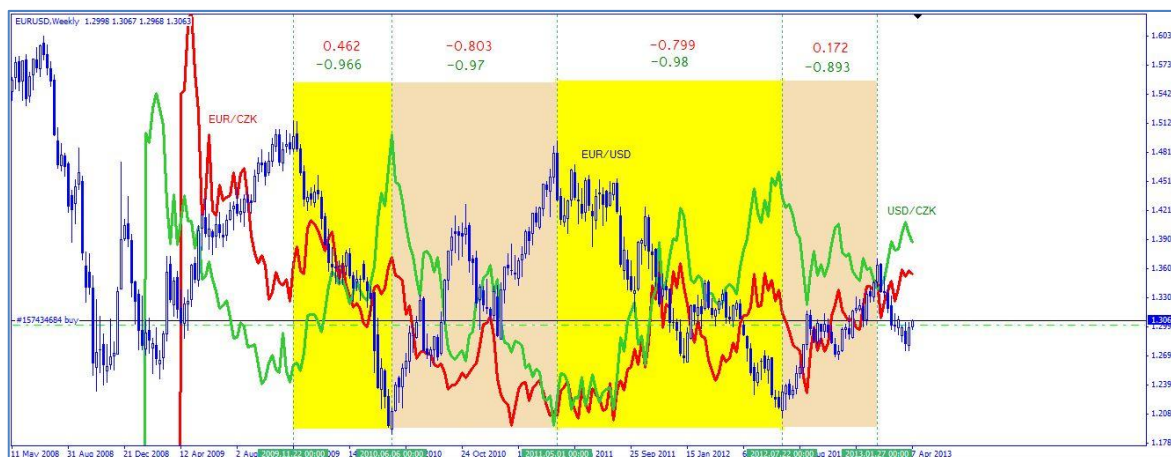
Zpracování proběhlo v programu XLStatistics a zdrojem dat byly historické kurzy (close ceny) z obchodní platformy MetaTrader.

*Tabulka 20 Korelace vybraných měnových párů v období 22. 11. 2009 – 27. 1. 2013*

*[vlastní zpracování]*

Systém			
22. 11. 2009 – 27. 1. 2013	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00%	- 93,96%	- 37,30%
USD/CZK	- 93,96%	100,00%	66,36%
EUR/CZK	- 37,30%	66,36%	100,00%

Obrázek 54 znázorňuje denní korelace měnových párů EUR/USD, EUR/CZK a USD/CZK od listopadu 2009 do ledna 2013. Období jsou rozdělena na 4 na sobě nezávislé fraktály (části). Části pravidelně cyklují, a proto jsem se je rozhodl zkoumat odděleně. Vývoj v následujícím období bude opět probíhat podle scénáře žlutého pásma, kdy pravděpodobně nastane pokles měnového páru EUR/USD a růst USD/CZK (posilování USD). Odchylky od negativní korelace jsou minimální, a proto si dovoluji tvrdit, že USD/CZK bude v následujících 3 měsících růst. Měnový pár EUR/CZK tvoří méně volatilní rostoucí podmnožinu USD/CZK. Při výrazných trendových signálech a turbulencích je vyšší pravděpodobnost, že EUR/CZK a USD/CZK spolu budou pozitivně korelovat. V příloze P VII je umístěna tabulka charakterizující vzájemné korelace mezi měnovými páry a korelace za jednotlivé časové fraktály, ve kterých je vysvětlena souvislost mezi EUR/CZK a USD/CZK. Na obrázku 54 značí červená čísla korelaci měnových párů EUR/USD a EUR/CZK v jednotlivých fraktálech, zelená čísla pak korelaci EUR/CZK a USD/CZK. Hodnota 1 znázorňuje 100% pozitivní korelaci a naopak.



Obrázek 54 Korelace měnových párů EUR/USD, EUR/CZK a USD/CZK v období 2008-2013 [vlastní zpracování]

Zdroj: historická data z platformy MetaTrader

#### 7.4 Návrh vhodného zajištění devizových rizik

Na základě provedených analýz doporučuji k 17. 3. 2013 využití forwardu, který bude podrobněji specifikován níže. Pohyb kurzu doporučuji zajistit na USD/CZK při nákupu zboží, protože CZK bude dlouhodobě oslabovat vůči USD. Dále je možné zajistit měnový pár EUR/CZK při prodeji v případě, že CZK bude posilovat vůči EUR. Zajištění EUR/CZK je vhodné využít pouze krátkodobě v případě pozitivních zpráv z eurozóny. Vypořádání forwardem bych nastavil individuálně na týdenní nebo dvou týdenní bázi. V případě zvýšené volatility doporučuji na měnovém páru EUR/CZK zajistit například 50 % objemu a druhých 50 % nechat bez zajištění. Tímto se eliminuje riziko výkyvů kurzu a vzniku mimořádných devizových ztrát, které mohou krátkodobě nastat.

Tabulka 21 Návrh zajištění pro importní a exportní činnost [vlastní zpracování]

Importní činnost (platba v EUR, USD do zahraničí)		
Posílení CZK	ZISK	Otevřená devizová pozice
Oslabení CZK	ZTRÁTA	Uzavřená devizová pozice
Exportní činnost (inkaso EUR, USD ze zahraničí)		
Posílení CZK	ZTRÁTA	Uzavřená devizová pozice
Oslabení CZK	ZISK	Otevřená devizová pozice

Možností je také využití měnových swapů a opcí. Kombinace spotových a forwardových operací v rámci měnových swapů může sloužit k překonání přechodného nedostatku likvidity jedné měny při současném přebytku likvidity druhé měny. Tento produkt by společ-

nost mohla potřebovat například při prodloužení forwardového obchodu, kdy nebude disponovat dostatečnou zásobou zahraniční měny na vypořádání obchodu. Taková situace může nastat při opoždění platby od odběratele. Společnost následně uzavře swapovou operaci spot-forward, kdy promptně dokoupí chybějící měnu. Druhou možností je využití měnové opce, kdy výhodou je nezávaznost obchodu, ale značnou nevýhodou je minimální objem v hodnotě 100 000 EUR nebo jeho ekvivalentu v jiné měně.

Pro využití forwardu je důležité znát přesnou částku, která má být zajištěna a termín splatnosti. Pokud není tento termín známý, společnost může využít měnovou opci, která je dražší a její nevýhodou je výše uvedený vysoký minimální objem obchodu. Alternativou k měnové opci je forward s variabilní splatností (VMF) a Average Rate Forward (ARF), který například poskytuje ČSOB.

Pomocí forwardu s variabilní splatností není konverze vázaná na pevné datum, ale na předem dohodnuté období, ve kterém může v rámci jakéhokoliv dne dojít k vypořádání. Často se jedná o interval nepřesahující 1 měsíc a samotná splatnost transakce nepřesahuje délku 1 roku ode dne uzavření obchodu. Minimální částka konverze je v hodnotě 50 000 EUR (USD, ...). Při sjednání obchodu ARF se dohodne délka období, celkový objem transakcí a zajištěný kurz. Během dohodnuté doby se obchoduje za aktuální kurz a vyrovnání proběhne na konci stanoveného období. Devizový kurz je po celou dobu fixovaný na kurz ČNB a na konci období se z týdenních hodnot spočítá prostý aritmetický průměr. Předmětem vyrovnání mezi klientem a bankou je rozdíl mezi průměrem fixovaného a zajištěného kurzu vynásobený zajištěnou částkou. Zajištění se vztahuje na celkový smluvený objem všech transakcí za dané období, nikoliv na každou dílčí transakci. Stejně tak i vypořádání se týká celého předem smluveného objemu bez ohledu na to, jaké množství bylo během daného období skutečně zkonvertováno. Minimální částka je 100 000 EUR nebo její ekvivalent. Je orientační a je závislá na délce zajišťovaného období. V obou případech je zvažování tohoto forwardu záležitostí dokonalých znalostí svých klientů a jejich platebních podmínek nebo platebních podmínek společnosti. (ČSOB, 2013)

Společnost HP Tronic v rámci svého plánování forwardem včas zajistila nákup USD od března 2013 do května 2013 s velmi příznivým kurzem. Hedging většinou probíhá u institucí, u kterých je zřízen účet, ze kterého bude plánovaná platba probíhat.

Tabulka 22 Aktuální zajištění forwardem [vlastní zpracování]

Datum obchodu	Výše k zajištění v USD	Aktuální spotový kurz	Forward kurz	Rozdíl v Kč	Instituce pro nákup USD
6. 3. 2013	1 000 000	19,615	19,190	425 000	ČSOB
20. 3. 2013	1 000 000	19,837	19,190	647 000	ČSOB
20. 3. 2013	300 000	19,837	19,190	194 100	CITI
3. 4. 2013	1 000 000	20,116	18,860	1 256 000	ČSOB
17. 4. 2013	1 000 000	*)	18,869	*)	ČSOB
24. 4. 2013	1 000 000	*)	18,878	*)	ČSOB
2. 5. 2013	500 000	*)	18,890	*)	KB
9. 5. 2013	500 000	*)	18,880	*)	CITI

\*) Diplomová práce byla odevzdána po datu 3. 4. 2013.

Pro 14. – 27. týden společnost potřebuje nakoupit USD a prodat EUR v hodnotě uvedené v tabulce 23. Pro USD má společnost nákup pokrytý do 19. týdne. Podrobné informace k nákupu USD jsou uvedeny v předchozí tabulce 22.

Tabulka 23 Plánovaná potřeba USD a EUR [vlastní zpracování]

Týden	Měsíc	USD (nákup)	EUR (prodej)
14	duben	Pokryto	350 000
15	duben	Pokryto	350 000
16	duben	Pokryto	350 000
17	duben / květen	Pokryto	350 000
18	květen	Pokryto	370 000
19	květen	Pokryto	370 000
20	květen	700 000	370 000
21	květen	1 000 000	370 000
22	květen / červen	1 000 000	400 000
23	červen	500 000	400 000
24	červen	1 000 000	400 000
25	červen	500 000	400 000
26	červen	500 000	370 000
27	červenec	500 000	370 000

Pro období od 14. do 27. týdne roku 2013 jsem zanalyzoval jednotlivé forwardové nabídky několika vybraných společností na trhu. Mezi bankovní instituce jsem zařadil nejvýznamnější české banky ČSOB, KB, ČS, UniCredit Bank, Citibank a Commerzbank. Mezi nebankovní instituce byly pro srovnání zařazeny podle internetových referencí společnosti Akcenta CZ, SAB Finance a CitFin.

**ČSOB.** Ve svém produktovém portfoliu nabízí klasický forward (min. objem 10 000 EUR nebo USD), forward s variabilní splatností (50 000 EUR), Average Rate Forward (100 000 EUR pro jedno období) a call a put opce (50 000 EUR), opční strategie (50 000 EUR) a bariérové opce (50 000 EUR). Jednotlivé varianty forwardů z produktového portfolia ČSOB byly popsány na straně 84. O jiné produkty nemá společnost v současné době zájem. (ČSOB, 2013)

**Komerční banka.** KB ve svém produktovém portfoliu nabízí až 24 různých modifikací především forwardů a opcí k zajištění kurzového rizika. Modifikacemi může jednak eliminovat kurzové ztráty, ale také zhodnocovat volné finanční prostředky při pozitivním vývoji trhu. Příkladem je Forward Corridor, kdy klienti v rámci určitého pásma spekulují na vývoj konkrétního měnového páru nebo Extendible Forward, ve kterém je využit pákový efekt. Pro orientaci v takto rozsáhlém produktovém portfoliu je potřeba kontaktovat dealingové oddělení s přesnými požadavky. Společnost u KB zajištění forwardem využívá a pevně věřím, že jí byly poskytnuty 100% služby. Lucie Doktorová z oddělení Human Resources mi sdělila, že společnost v současné době připravuje koncepci pro sdělování dat studentům a jiná data, než ta uveřejněná na webových stránkách mi nebudou poskytnuta. (KB, 2013) Podle odhadů společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. se budoucí forwardové kurzy často odvíjí od hodnoty ask příslušného měnového páru na stránkách kb.trading.cz.

**Česká spořitelna.** ČS nabízí individuální řešení pro své klienty a nabídka je sdělena pouze vážným zájemcům, nikoliv do diplomových prací.

**UniCredit Bank.** K zajištění měnového rizika banka nabízí měnový forward, měnový swap a měnové exotické, bariérové a digitální opce. Nechybí ani kombinované produkty jako Target Redemption Forward a Forward Extra s evropskou bariérou. Modifikací běžného forwardu je měnový forward s volitelným datem vypořádání. Klient má v tomto případě možnost zvolit datum vypořádání v rámci dopředu daného časového úseku – maximálně 1 měsíc. Minimální objem transakce pro forward a swap je 15 000 EUR (nebo USD), pro opce 100 000 EUR (USD). (UniCredit Bank, 2013) Společnost mi neplnohod-

notnou nabídku poskytla až po 2 urgencích se 14 denním zpožděním, kdy hodnota kurzu byla již zcela odlišná. Do srovnání forwardových bodů není z tohoto důvodu zahrnuta.

**Citibank.** Pro zajištění kurzového rizika nabízí Citibank pouze forward, jehož minimální částka je 20 000 EUR (USD). Zajímavostí je internetová aplikace CitiX Pulse, ve které si klienti mohou mimo jiné sami uzavírat forwardy. (Citibank, 2013)

**Commerzbank.** Německá Commerzbanka stejně jako ČS poskytuje informace pouze svým klientům a vážným firemním zájemcům. Nabídka mi nebyla sdělena.

**Akcenta CZ.** Tato nebankovní společnost sídlí v Hradci Králové a dlouhodobě nabízí velmi výhodné kurzy. V oblasti zajišťovacích produktů nabízí forward, forward s klouzavou dobou splatnosti, amortizační forward a devizový swap. Minimální objem transakce je 10 000 EUR (USD). (Akcenta, 2013) Myslím, si že údaje, které mi byly poskytnuty, jsou společností upraveny tak, aby tvořily výhodnější nabídku. Příkladem může být 14. Týden, kdy již následující den mi byl nabídnut kurz výhodnější o 3 swapové body. V případě ostatních konkurenčních nabídek je rozdíl 0 bodů.

**SAB.** Zlínská pobočka společnosti SAB Finance nabízí velmi spotové výhodné kurzy. Nezávisle na tom, zda klient využívá či nevyužívá konkurenci, deklaruje, že poskytne vždy výhodnější kurz. Bližší informace jsou dostupné pouze po telefonním kontaktu s pracovníky dealingu, termínové obchody však nenabízí. (SAB, 2013)

**CitFin.** Pražská společnost Citfin nabízí forwardové a swapové nástroje. V nabídce má kromě základní varianty i Forward10 a Swap10, kdy se dodání a placení uskuteční do 10 dnů a není potřeba složení zálohy. Ve všech případech je minimální požadovaný objem směnného obchodu 10 000 EUR (USD) nebo ekvivalent pro ostatní měny v hodnotě 10 000 USD. (CitFin, 2013)

Nabídka forwardů poskytovaných jednotlivými společnostmi je srovnávána přes body. Srovnání proběhlo v rozpětí 1-2 dnů v rámci 14. týdne, tak aby bylo co nejvíce eliminováno riziko rozdílných kurzů USD/CZK a EUR/CZK.

Hodnota forwardového kurzu je součtem spotového kurzu a swapových bodů. Výpočet swapových bodů =  $16.4249 - 16.400 = 0,0249 = 24,9$  bodů (Akcenta, 2013)

Tabulka 24 obsahuje swapové body při nákupu USD z CZK z pohledu klienta v období od 14. do 27. týdne. Zajištění CZK v měnovém páru USD/CZK – zajištění nákupu (importu) z důvodu možného oslabování CZK.



Tabulka 24 Swapové body při nákupu USD z CZK [vlastní zpracování]

Týden	ČSOB	Citibank	Akcenta	Citfin
14	0,0000	0,0000	0,0030	0,0000
15	0,0010	0,0010	0,0040	0,0010
16	0,0010	0,0005	0,0050	0,0015
17	0,0015	0,0015	0,0060	0,0020
18	0,0025	0,0025	0,0070	0,0025
19	0,0035	0,0030	0,0060	0,0030
20	0,0045	0,0040	0,0060	0,0025
21	0,0055	0,0045	0,0060	0,0040
22	0,0060	0,0060	0,0060	0,0045
23	0,0070	0,0065	0,0055	0,0050
24	0,0080	0,0065	0,0055	0,0055
25	0,0090	0,0065	0,0055	0,0060
26	0,0095	0,0070	0,0050	0,0060
27	0,0100	0,0065	0,0050	0,0065

**Závěr projektové části.** Společnosti navrhuji využít pro zajištění služby stávajících bankovních subjektů (ČSOB, KB, Citibank), u kterých jsou vedeny devizové účty a u kterých v současnosti zajištění probíhá. I když tyto instituce nemusí mít vždy nejvýhodnější forwardový kurz, společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. je u nich vedena jako bonitní klient a svoji bankovní historii může využít pro získání výhodnějších individuálních podmínek. Běžnou praxí je, že zajištění probíhá u banky, která je správcem bankovního účtu, na němž dochází k pohybu peněz. Doporučuji využití forwardů pro měnový pár USD/CZK při zajištění nákupu (platba v USD) pro možné budoucí oslabení CZK. Forward bude výhodné nastavit s týdenní nebo 2 týdenní periodicitou. Pro USD/CZK je již forward nastaven správně, je vhodné jej prodloužit i na další období. Zajištění CZK v měnovém páru EUR/CZK pro prodej (export) doporučuji využít pouze krátkodobě v případě pozitivních zpráv z eurozóny. Vypořádání forwardem je vhodné nastavit individuálně na týdenní nebo dvou týdenní bázi. Nabídky bankovních a nebankovních subjektů jsou pro EUR podobné. Na přelomu měsíců březen a duben není toto zajištění potřebné. Zajištění CZK v páru EUR/CZK pro nákup (import) není třeba, protože objem přijatých faktur je v minimálním množství jednak oproti vystaveným fakturám a také oproti celkové fakturaci v USD.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo navrhnout společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. strategii pro řízení devizového rizika na základě fundamentální analýzy a poskytnout zpětnou vazbu na dosavadní způsob řízení těchto rizik.

V teoretické části jsem objasnil základní poznatky spojené s měnou, současnými měnovými systémy, kurzy, kurzovým rizikem, způsobem zajištění a jeho predikcí vývoje. Teorii jsem se snažil v práci promítnout jak z dávného historického kontextu, tak současného i budoucího vývoje.

Praktická část byla rozdělena na analytickou a projektovou. V analytické části jsem charakterizoval společnost HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. z pohledu finanční analýzy, konkurence a devizové pozice. Zjistil jsem, že společnost je stabilním hráčem na trhu a její produktové portfolio je pro koncového zákazníka atraktivní. V rámci analýzy devizové pozice jsem došel k názoru, že společnosti řídí devizová rizika pouze na měnovém páru USD/CZK a EUR/CZK nechává bez zajištění. Po provedené fundamentální analýze ekonomiky ČR, USA a eurozóny jsem v projektové části navrhl způsob zajištění obou měnových párů pomocí forwardu. Projektová část dále spočívala v poskytnutí zpětné vazby na dosavadní způsob řízení devizového rizika. Nedostatky jsem identifikoval v podobě nesoustavného sledování událostí na poli mezinárodních financí. Nejvýznamnější události, které mohly vést k eliminaci kurzových ztrát, jsou umístěny v přílohách zaměřujících se na vývoj dluhové krize eurozóny a USA s dopady na globální ekonomiku.

Při vlastním zpracování se nevyskytly výrazné problémy, které by nebylo možné řešit. Jedinými problémy, stojícími za zmínku, byla rozdílnost a (ne)aktuálnost zveřejněných dat pro makroekonomickou analýzu a přístup bank v rámci poskytování informací o forwardových kurzech, který nebyl vždy příjemný.

Pevně věřím, že i přes veškeré problémy, které se při psaní diplomové práce vyskytly, jsem společnosti předložil kvalitní projekt řízení devizových rizik, který se opíral o více než 2 roční každodenní sledování vývoje světové ekonomiky a z mnoha set přečtených článků, knih a názorů jsem do práce vybral ty nejdůležitější.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Monografické zdroje

- Akta Universitatis Carolinae: Fiskální pakt. Právní a ekonomické souvislosti a důsledky přijetí smlouvy o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii*, 2012. Praha: Karolinum. ISBN 0323-0619.
- Bible, 2005. *Písmo svaté Starého a Nového zákona (včetně deuterokanonických knih)* : český ekumenický překlad. 11. vyd. Praha: Česká biblická společnost, 2005, 1007, 283 s., [8] map na příl. ISBN 8085810379.
- BERNSTEIN, Peter L., c2004. *Dějiny zlata*. Praha: Grada, 384 s. ISBN 80-247-0455-2.
- CIHELKOVÁ, Eva, 2001. *Světová ekonomika: základní rysy a tendence vývoje*. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola ekonomická, 258 s. ISBN 80-245-0011-6.
- ČERNOHLÁVKOVÁ, Eva a Božena PLCHOVÁ, 2007. *Zahraniční obchod*. Vyd. 3. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 263 s. ISBN 978-80-7265-106-1.
- JÍLEK, Josef, 2005. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Vyd. 1. Praha: Grada, 630 s. ISBN 80-247-1099-4.
- KOVANICOVÁ, Dana, 2012. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. Vyd. 20. aktualiz. Praha: Polygon, 412 s. :. ISBN 978-80-7273-169-5.
- KUNEŠOVÁ, Hana, 2006. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. Vyd. 2. dopl. a přeprac. Praha: C. H. Beck, xviii, 319 s. ISBN 80-717-9455-4.
- KRÁL, Miloš, 2003. *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě: včetně problematiky analýz některých teorií a metod o predikci měnových kursů a o jejich významu pro firemní finanční řízení devizových rizik*. Vyd. 1. Praha: Vox, 240 s. ISBN 80-863-2428-1.
- KRÁL, Miloš, 2008. *Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008, 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.
- KRÁL, Miloš, 2009. *Bankovnictví a jeho produkty*. Žilina: GOERG, ISBN 978-80-89401-07-9.
- KRÁL, Miloš, Jana PŘÍLUČÍKOVÁ a Jiří SVOBODA, 2010. *Mezinárodní finance*. Žilina: GEORG, ISBN 978-80-89401-08-6.
- LEŠINGROVÁ, Romana, 2007. *Batova soustava řízení*. Vyd. 2. Uherské Hradiště: Lešingrová Romana, 143 p. ISBN 80-903-8084-0.
- MARVANOVÁ, Marie a Martin HOUDA, 1995. *Platební styk: platební a zajišťovací instrumenty ve vnitřním a zahraničním obchodě*. Brno: Econ, 374 s. ISBN 809016272.
- PAVLÍČEK, Radek, 2013. *Elliottovy vlny a Fibonacciho posloupnost*. Zlín, 2013. Diplomová práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.
- PINDAR, 1915. *The Odes of Pindar: Including the Principal Fragments*. London, New York: William Heinemann, the Macmillan CO., Dostupné z: <http://ia600300.us.archive.org/3/items/odesofpindarsand00pinduoft/odesofpindarsand00pinduoft.pdf>

- POKLUDA, Zdeněk, 2009. *Ze Zlína do světa: příběh Tomáše Bati*, *From Zlín into the world : the story of Thomas Bata*. Vyd. 2., rozš. Zlín: Nadace Tomáše Bati, s. 77, ISBN 80-254-4591-7.
- Project Management Institute, 2008. *A guide to the project management body of knowledge : (PMBOK guide)*. 4th ed. Newton Square : Project Management Institute, 467 s. ISBN 978-1-933890-51-7.
- RÝZNAR, Ladislav, 2006. *Rozmanitosti EU: 25 tváří Evropy*. Svoboda Servis, spol. s r.o., s. 107-126. ISBN 80-86320-47-2.
- SMITH, Adam, 2001. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. Nové přeprac. vyd. opatřené margináliemi. Praha: Liberální institut, 986 s. ISBN 80-863-8915-4.
- TAUŠER, Josef, 2007. *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 162 s. ISBN 978-80-245-1165-8.
- TULEJA, Pavel, c2007. *Analýza pro ekonomy*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 336 s. ISBN 978-80-251-1801-6.
- VESELÁ, Jitka, 2007. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.
- VOBOŘIL, Tomáš, ©2011. *COLOSSEUM, a. s. Forex eBook: Co byste měli vědět, než začnete obchodovat* [online]. [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://www.colosseum.cz/forex-ebook.pdf>

#### **Publikace z databáze knihovny UTB (EBSCO)**

- Barsan, I. M., 2010. French Authorities' Reactions in the Wake of the Crisis. In: *European Business Organization Law Review*, Vol. 11, Iss. 4, p. 549-574.
- Cavalier, G. A., 2010. On French Interventions in the Financial Crisis. In: *Brooklyn Journal Of International Law*, Vol. 35, Iss. 3, p. 785-794.
- Country Commerce, 2011. Political/commercial background. France. In: *Business Source complete*, p. 5-13.
- Dale, B., 1996. Currency speculators', *Canadian Dimension*, 30, 2, p. 23, In: *Academic Search Complete*, EBSCOhost, viewed 14 February 2013.
- Edens, C., 2010. 'A holistic view of corporate foreign exchange exposure management. In: *Journal Of Corporate Treasury Management*, 3, 4, pp. 341-347, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 28 July 2012.
- ELLIS, Hs., 1955. Changing Concepts of Convertibility and the Future of Currencies. In: *Journal Of Finance*, 10, 2, pp. 180-194, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 10 August 2012.
- Engelen, K. C., 2011. Angela Merkel's Nightmare. In: *International Economy*, Vol. 25, Iss. 1, p. 36-72.
- Esperza, D., 2010. Václav Klaus and the Reincarnation of the Hussite Stigma. In: *The Prague Journal of Central European Affairs*, Vol. 12, Iss. 4, p. 57-58.
- Fathi, S., F. Zarei a S. Esfahani, 2012. Studying the Role of Financial Risk Management on Return on Equity. In: *International Journal Of Business & Management*, 7, 9, pp. 215-221, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 2 August 2012.
- Fofana, I., 2011. More Than Words. In: *Harvard International Review*, Vol. 32, Iss. 4, p. 9-11.

- Haque, M., 2010. An Empirical Test of the Interest Rate Parity: Does It Hold Between USA and Selected Emerging Asian Economies? In: *Journal Of International Business Research*, 9, 2, pp. 91-98, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 6 August 2012.
- Houston, C., 1990. Translation Exposure Hedging Post SFAS No. 52', In: *Journal Of International Financial Management & Accounting*, 2, 2/3, pp. 145-169, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 2 August 2012.
- Lubbers, M. a P. Scheepers, 2010. Divergent trends of euroscepticism in countries and regions of the European Union. In: *European Journal of Political Research*, Vol. 49, Iss. 6, p. 787-817.
- Mishkin, F. S., 2011. Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. In: *Journal Of Economic Perspectives*, 25, 1, pp. 49-70.
- OECD Economic Surveys: France 2011 [online]. 11 Apr 2011 [cit. 2012-02-25]. ISSN 9789264093058. Dostupné z: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-france\\_19990235](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-france_19990235)
- Shubita, M, P. Harris aj. Malindretos, 2011. Foreign Exchange Exposure: An Overview. In: *International Research Journal Of Finance & Economics*, 78, pp. 171-177, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 28 July 2012.
- Vasile, E, I. Croitoru, a D. Mitran, 2012. Risk Management in the Financial and Accounting Activity. In: *Internal Auditing & Risk Management*, 7, 1, pp. 13-24, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 3 August 2012.
- Vinel, J. Ch., 2011. Learning from the French Left: Lesson of the Pension Reform Battle. In: *Dissent*, Vol. 58, Iss. 2, p. 10-13.

#### Internetové zdroje

- ABLIN, Jack, 2012. Energy, Housing and Trade Shield U.S. From Euro Crisis. In: *Bloomberg* [online]. Jun 4, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-05/energy-housing-and-trade-shield-u-s-from-euro-crisis.html>
- About the IMF History, 2012. *International Monetary Fund* [online]. [2012] [cit. 2012-03-28]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/about/history.htm>
- About the IMF Overview, 2012. *International Monetary Fund* [online]. [2012] [cit. 2012-03-28]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/about/overview.htm>
- About EFSF, 2012. *EFSS* [online]. 2012 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
- AKCENTA CZ, A.S, 2013. Termínové obchody. *AKCENTA CZ, a.s.* [online]. 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://fx.akcenta.eu/terminove-obchody.html>
- AKRMAN, Libor, 2012. Evropské burzy posilovaly, Praha však ztratila. Wall Street zahájil růstem. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54444660-evropske-burzy-posilovaly-praha-vsak-ztratila-wall-street-zahajil-rustem>
- Aktuální prognóza ČNB, 2013: Prognóza kurzu. *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/#kurz](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#kurz)

- Analytické materiály a statistiky: Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 1. 8. 2012 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument/105732.html>
- ATKINS, Ralph a Peter SPIEGEL, 2012. Draghi urges eurozone to focus on growth. In: *Financial Times* [online]. May 3, 2012 [cit. 2012-09-01]. Dostupné z: [view-source: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1a1e22ec-9540-11e1-8faf-00144feab49a.html#axzz25Evhtnoc](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1a1e22ec-9540-11e1-8faf-00144feab49a.html#axzz25Evhtnoc)
- Bank of England maintains Bank Rate at 0.5% and increases size of Asset Purchase Programme by £50 billion to £375 billion, 2012. *Bank of England* [online]. 05 July, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2012/066.aspx>
- BENNETT, Allison a Joseph CIOLLI, 2012. Euro Slides as Spain Heads Toward Bloc's Fourth Aid Bid. In: *Bloomberg* [online]. Jun 8, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-08/euro-drops-as-german-exports-italy-production-fall-yen-gains.html>
- BROWN, Matthew a Rita NAZARETH, 2012. Bond Yields Fall to Records as Stocks, Euro Slide on Debt. In: *Bloomberg* [online]. Jul 23, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-22/s-p-500-futures-euro-drop-on-growth-concern-corn-hits-record.html>
- BUCHERT, Viliam, 2008. Kalousek: Výjimečně dobré časy už skončily. In: *Idnes.cz* [online]. 26.12.2008 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: [http://ekonomika.idnes.cz/kalousek-vyjimecne-dobre-casy-uz-skoncily-fiy-/ekonomika.aspx?c=A081226\\_140626\\_ekonomika\\_jan](http://ekonomika.idnes.cz/kalousek-vyjimecne-dobre-casy-uz-skoncily-fiy-/ekonomika.aspx?c=A081226_140626_ekonomika_jan)
- BUERGIN, Rainer a Tony CZUCZKA, 2012. Germany Opens to Banking Coordination in Drive for Fiscal Union. In: *Bloomberg* [online]. Jun 5, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-05/germany-opens-to-banking-coordination-in-drive-for-fiscal-union.html>
- BUREŠ, Jan, 2011. Periferie eurozóny znovu krvácí, nehledě na intervence ECB. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 6. 9. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-52766770-jan-bures-periferie-eurozony-znovu-krvaci-nehlede-na-intervence-ecb>
- BUREŠ, Jan, 2011. Krize dorazila z periferií do Berlína, slabá poptávka zasáhla německé dluhopisy. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 24. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-53799740-jan-bures-krize-dorazila-z-periferii-do-berlina-slaba-poptavka-zasahla-nemecke-dluhopisy>
- BURTON, Katherine, 2013. Druckenmiller Sees Storm Worse Than '08 as Seniors Steal. In: *Bloomberg.com* [online]. 2013-03-01 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2013-03-01/druckenmiller-sees-storm-worse-than-08-as-seniors-bankrupt-kids.html>
- ČNB: Zpráva o inflaci I/2013, 2013. *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)

- ČSOB, 2013: Nástroje sloužící k zajištění kurzového rizikač. *ČSOB* [online]. 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/cz/Firmy/Podnikatele/Financni-a-kapitalove-trhy/Nastroje-zajisteni-kurzoveho-rizika/Stranky/default.aspx>
- CHARD, 2012. Daily spot foreign exchange cross rates for US dollars (USD) & pounds sterling (GBP). In: *Tax Free Gold* [online]. [2012] [cit. 2012-07-13]. Dostupné z: <http://www.taxfreegold.co.uk/1992forexrates.html>
- CHANDRA, Shobhana, 2012. Manufacturing in U.S. Unexpectedly Contracted in June. In: *Bloomberg* [online]. Jul 2, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-02/ism-index-of-u-s-manufacturing-decreased-to-49-7-in-june.html>
- Co se píše o: Francie, © 2011, *CYRRUS, a.s.* [online]. © 2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.cyrus.cz/tag/francie?article=on>
- Co se píše o: Německo, © 2011. *CYRRUS, a.s.* [online]. © 2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.cyrus.cz/tag/nemecko?article=on>
- Co se píše o: Itálii, © 2011. *CYRRUS, a.s.* [online]. © 2011 [cit. 2013-03-23]. Dostupné z: <http://www.cyrus.cz/tag/italie?article=on>
- Co se píše o: Španělsku, © 2011. *CYRRUS, a.s.* [online]. © 2011 [cit. 2013-03-23]. Dostupné z: <http://www.cyrus.cz/tag/spanelsko?article=on>
- Citibank, © 2013: Cizoměné obchody. *Citibank* [online]. © 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: [http://www.citibank.com/czech/gcb/corporate\\_banking/czech/medium\\_companies/zahranicni\\_obchod.htm](http://www.citibank.com/czech/gcb/corporate_banking/czech/medium_companies/zahranicni_obchod.htm)
- CIOLLI, Joseph a Allison BENNETT, 2012. Euro Weakens as Investors Sell to Buy Higher-Yield Assets. In: *Bloomberg* [online]. Jul 10, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-10/yen-gains-on-slowing-china-import-growth-krona-advances.html>
- CIOLLI, Joseph, 2012. Dollar Reaches Two-Year High Versus Euro as Investors Seek Haven. In: *Bloomberg* [online]. Jul 6, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-06/dollar-advances-on-haven-demand-as-job-increase-trails-forecast.html>
- CitFin, © 2010: Termínové obchody. *Citfin* [online]. © 2010 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://bankovnictvi-ucet.citfin.cz/cz/produkty-a-sluzby/terminove-obchody.html>
- CZUCZKA, Tony a Sandrine RASTELLO, 2012. Euro Crisis Shifts to Spain as Merkel Faces G-20 Pressure. In: *Bloomberg* [online]. Jun 19, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-19/euro-crisis-shifts-to-spain-as-merkel-faces-g-20-pressure.html>
- DEEN, Mark a Caroline CONNAN, 2012. France Has No Problem With Sovereignty in Euro Crisis Response. In: *Bloomberg* [online]. Jul 12, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-12/france-has-no-problem-with-sovereignty-in-euro-crisis-response.html>

- DONAHUE, Patrick, 2012. Euro Crisis Deepens With New Spain Woes, Short Sale Ban. In: *Bloomberg* [online]. Jul 23, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-22/greece-back-at-center-of-euro-crisis-as-exit-talk-resurfaces.html>
- HARDING, Robin a Vivianne RODRIGUES, 2012. Bernanke cautious about further action. In: *Financial Times* [online]. June 7, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/48ab4234-b0ac-11e1-8b36-00144feabdc0.html>
- Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, 2012. *Board of Governors of the Federal Reserve System: Monetary Policy* [online]. April 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20120425.pdf>
- Eurozone: ECB says no countries ready to join, 2012. In: *BBC News: Business* [online]. 30 May 2012 [cit. 2012-09-02]. Dostupné z: <http://www.bbc.co.uk/news/business-18268062>
- ČTK, 2011. Centrální banky světa se spojily kvůli Řecku. Do Evropy pošlou mnohem víc dolarů. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 15. 9. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/trhy-a-investice/c1-52859770-centralni-banky-sveta-se-spojily-kvuli-recku-do-evropy-poslou-mnohem-vic-dolaru>
- ČTK, 2011. Náklady italské vlády na půjčky dosahují neudržitelné hranice. Nepomohla ani ECB. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 7. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-53552480-naklady-italske-vlady-na-pujcky-dosahuji-neudrzitelne-hranice-nepomohla-ani-ecb>
- ČTK, 2011. Škrtat musí i Francie. V příštích dvou letech chce ušetřit téměř dvacet miliard eur. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 7. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-evropa/c1-53549360-skrtat-musi-i-francie-v-pristich-dvou-letech-chce-usetrit-temer-dvacet-miliard-eur>
- EFSF, 2011. Newsletter: No2 [online]. July 2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/attachments/201107-efsf-newsletter-n02.pdf>
- European Stabilisation Actions: the EU response to the crisis, 2011. *European Commission* [online]. 27/06/2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/european\\_stabilisation\\_actions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/european_stabilisation_actions/index_en.htm)
- FORBES, Steve, 2012. The Gold Standard Is Coming. In: *Forbes.com* [online]. 9 May, 2012 [cit. 2013-02-08]. Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/steveforbes/2012/09/05/gold-standard-is-coming/>
- FORBES, Steve, 2012. Gold Can Save Us From Disaster. In: *Forbes.com* [online]. 10 March, 2012 [cit. 2013-02-08]. Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/steveforbes/2012/10/03/gold-can-save-us-from-disaster/>
- Forex Factory, 2013. *Forex Factory* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.forexfactory.com/calendar.php>
- Forex Zone, ©2013: FX korelace. *Forex-zone.cz* [online]. © 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://www.forex-zone.cz/fx-korelace/>



- FELDSTEIN, Martin, 2012. Is Inflation Returning?. In: *Project Syndicate* [online]. 29 August 2012 [cit. 2012-10-21]. Dostupné z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/is-inflation-returning-by-martin-feldstein>
- HARDING, Robin, 2012. Fed steps back from further easing. In: *Financial Times: US Politics & Policy* [online]. April 4, 2012 [cit. 2012-09-02]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3e10a31a-7db1-11e1-9adc-00144feab49a.html#axzz25Lt03zQC>
- HICP inflation rate, 2013. European Commission: *Eurostat* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>
- HOPE, Kerin a Alexandra STEVENSON, 2012. Greek left attacks 'barbarous' austerity. In: *Financial Times* [online]. May 8, 2012 [cit. 2012-09-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bd6fda08-9923-11e1-9a57-00144feabdc0.html#axzz25 Evhtnoc>
- HOUSE, Jonathan a Alkman GRANITSAS, 2012. Spain, Cyprus Request Bailout Aid. In: *The Wall Street Journal: Europe* [online]. June 25, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304458604577488891324210470.html>
- Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, 2012. *Federal Reserve* [online]. June 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojt20120620.pdf>
- FEDERAL RESERVE press release, 2012. *Federal Reserve: News and Events* [online]. June 20, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm>
- FEDERAL RESERVE press repase, 2012. *Federal Reserve: News and Events*. [online]. August 1, 2012 [cit. 2012-10-21]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120801a.htm>
- Francie, © 1997-2011: zahraniční obchod. *BusinessInfo.cz* [online]. CzechTrade, © 1997-2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/francie-zahranicni-obchod-zeme/6/1000421/>
- Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky ekosystému, 2012. *Evropská centrální banka* [online]. červen 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201206cs.pdf>
- Mario Draghi says ECB 'exit strategy' is premature, 2012. *The Telegraph: Finance* [online]. 04 Apr 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9186081/Mario-Draghi-says-ECB-exit-strategy-is-premature.html>
- Markit Flash Eurozone PMI ®, 2012. *Markit Economics* [online]. April 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.markiteconomics.com/MarkitFiles/Pages/ViewPressRelease.aspx?ID=99>
- MAREK, David, 2011. ECB jako spasitel v pasti. In: *Ihned.cz* [online]. 8. 7. 2011, 9. 7. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://dialog.ihned.cz/komentare/c1-52258640-ecb-jako-spasitel-v-pasti>

- MICHL, Aleš. Aleš Michl, 2012: Na dluhopisech je bublina. Až splaskne, následky budou hodně drsné. In: *Ihned.cz* [online]. 1. 9. 2012 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-57262090-ales-michl-na-dluhopisech-je-bublina-az-splaskne-nasledky-budou-hodne-drsne>
- MIKULKA, Milan, Libor AKRMAN a Jan STROUHAL, 2011. Řecká pravice vzkazuje EU: Dluhy nám škrtněte, ale reformy vám neslibíme. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 16. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-53681650-recka-pravice-vzkazuje-eu-dluhy-nam-skrtnete-ale-reformy-vam-neslibime>
- MIKULKA, Milan, Jan STROUHAL a Karel TIHL, 2011. Přichází revoluce. Evropa musí mít jednotnou ekonomiku. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 1. 12. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-53919160-sarkozy-prichazi-revoluce-evropa-musi-mit-jednotnou-ekonomiku>
- MIKULKA, Milan a Karel TINL, 2012. Itálie se snaží dostat z dluhové krize pomocí škrtů. Ty vás nezachrání, vzkazuje Fitch. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 1. 2. 2012 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54578200-merkelova-miri-do-pekingu-chce-obnovit-duveru-v-eurozonu>
- MIKULKA, Milan, 2012. Skandál LIBOR: Pár bankéřů stačilo na manipulaci se sazbou, která ovlivní hypotéky po celém světě. In: *Ihned.cz* [online]. 2012, 4.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-56401720-skandal-libor-par-banckeru-stacilo-na-manipulace-se-sazbou-ktera-ovlivni-hypoteky-po-celem-svete>
- MIKULKA, Milan, 2012. Skandál LIBOR: Banky kvůli žalobám a pokutám mohou přijít o 22 miliard dolarů. In: *Ihned.cz* [online]. 2012, 13.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-svet/c1-56542450-skandal-libor-banky-kvuli-zalobam-a-pokutam-mohou-prijit-o-22-miliard-dolaru>
- MIKULKA, Milan, 2012. Další pochybnosti ohledně výpovědí ve skandálu LIBOR: O podvodech věděl Fed už v roce 2007. In: *Ihned.cz* [online]. 2012, 11.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-svet/c1-56504360-dalsi-pochybnosti-ohledne-vypovedi-ve-skandalu-libor-o-podvodech-vedel-fed-uz-v-roce-2007>
- MEIER, Simone a Rainer BUERGIN, 2012. Euro-Area Confidence Slumps, German Unemployment Rises. In: *Bloomberg* [online]. Jun 28, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-28/euro-area-june-economic-sentiment-falls-to-lowest-since-2009-1-.html>
- Merkel set to allow firewall to rise, 2012. In: *FT.com* [online]. March 25, 2012 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.ft.com/cms/s/0/85911faa-767f-11e1-8e1b-00144feab49a.html#ixzz1qDU5j7An>
- Měnové opce. In: *UniCredit Bank: Treasury* [online]. [2013] [cit. 2013-04-09]. Dostupné z: <http://www.unicreditbank.cz/web/firmy/treasury/menova-rizika/menove-opce>
- NICOLACI DA COSTA, Pedro a Mark FELSENTHAL, 2012. Fed stands pat but says will act if needed. In: *Reuters* [online]. April 26, 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/2012/04/26/us-usa-fed-bernanke-idUSBRE8300EH20120426>

- Německo: zahraniční obchod, © 1997-2011. *BusinessInfo.cz* [online]. CzechTrade, © 1997-2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/nemecko-zahranicni-obchod-zeme/6/1000636/>
- Indicators for FRANCE, ©2012. *Trading Economics* [online]. ©2012 [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/france/indicators>
- Indicators for GERMANY, ©2012. *Trading Economics* [online]. ©2012 [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/germany/indicators>
- Indicators for UNITED STATES, ©2012. *Trading Economics* [online]. ©2012 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/indicators>
- Indicators for EUROAREA, ©2012. *Trading Economics* [online]. ©2012 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/indicators>
- Indicators for CZECH REPUBLIC, ©2012. *Trading Economics* [online]. ©2012 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/czech-republic/indicators>
- Inflation should fall clearly by mid-2012, 2012. In: *National Institute of Statistics and Economic Studies* [online]. [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: [http://www.insee.fr/en/themes/theme.asp?theme=17&sous\\_theme=3&page=vueensemble.htm#inter8](http://www.insee.fr/en/themes/theme.asp?theme=17&sous_theme=3&page=vueensemble.htm#inter8)
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND, 2007. *IMF Annual Report 2006* [online]. 2007 [cit. 2013-02-14]. ISBN 978-1-61635-015-4. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2006/eng/index.htm>
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND, 2011. *IMF Annual Report 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-02-14]. ISBN 978-1-61635-015-4. Dostupné z: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf)
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND, 2013. *IMF Annual Report 2012. International Monetary Found* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/index.htm>
- Itálie: zahraniční obchod, © 1997-2011. *BusinessInfo.cz* [online]. CzechTrade, © 1997-2011 [cit. 2013-03-22]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/clanky/italie-ekonomicka-charakteristika-zeme-18352.html>
- JOHNSON, Miles, Patrick JENKINS a Alex BARKER, 2012. Spain says help not needed to save banks. In: *Financial Times* [online]. May 28, 2012 [cit. 2012-09-02]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/27f29710-a8a3-11e1-a747-00144feabdc0.html>
- JOHNSON, Miles, 2012. Spain steps up austerity amid protests. In: *Financial Times* [online]. July 11, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ef52d96-cb35-11e1-b896-00144feabdc0.html#axzz28qEGRkCE>
- KAIN, Erik, 2011. Steve Forbes Predicts a Return to the Gold Standard Within Five Years. In: *Forbes.com* [online]. 2011, 17.11.2011 [cit. 2012-07-13]. Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/erikkain/2011/11/17/steve-forbes-predicts-a-return-to-the-gold-standard-within-five-years/>

- KB, © 2013: Zajištění rizika. *Komerční banka* [online]. © 2013 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://www.kb.cz/cs/firmy/firmy-s-obratem-nad-60-milionu/zajisteni-rizika/index.shtml>
- LAIDI, Ashraf, 2012. Euro volatility and what it means. In: *Futuresmag.com* [online]. 2012, 1.7.2012 [cit. 2012-07-13]. Dostupné z: <http://www.futuresmag.com/2012/07/01/euro-volatility-and-what-it-means>
- LI, Fion, 2012. Yuan Touches 19-Year High, Nears Limit of Trading Band. In: *Bloomberg* [online]. 8 October 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-10-08/yuan-touches-19-year-high-nears-limit-of-trading-band.html>
- LINDSKOG, Camilla, 2012. Sweden moving towards cashless economy. In: *CBS News* [online]. March 18, 2012 [cit. 2013-02-08]. Dostupné z: [http://www.cbsnews.com/8301-202\\_162-57399610/sweden-moving-towards-cashless-economy/](http://www.cbsnews.com/8301-202_162-57399610/sweden-moving-towards-cashless-economy/)
- LOWEN, Mark, 2012. Greece bartering system popular in Volos. In: *BBC - News* [online]. 2012, 11 April 2012 [cit. 2012-07-13]. Dostupné z: <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-17680904>
- PEARSON, David, 2012. EADS Envision Its Own Bank. In: *The Wall Street Journal: Business* [online]. 2012, 31.4.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303552104577438553776909084.html>
- OLIVER, Chris, 2012. China imports disappoint, exports slow. In: *Market Watch* [online]. July 10, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: [http://articles.marketwatch.com/2012-07-10/economy/32601849\\_1\\_trade-surplus-trade-slowdown-official-data](http://articles.marketwatch.com/2012-07-10/economy/32601849_1_trade-surplus-trade-slowdown-official-data)
- Operations, 2012. *EFSSF* [online]. 2012 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>
- PATRIA ONLINE, 2011. Berlusconi ztrácí vliv. Akcie klesají, dluhopisy jsou na rekordu a ECB hrozí. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 7. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-evropa/c1-53548140-berlusconi-ztraci-vliv-akcie-klesaji-dluhopisy-jsou-na-rekordu-a-ecb-hrozi>
- PATRIA ONLINE, 2012. Druhé kolo levných peněz od ECB dnes začalo. Přinese další rally? Jaká jsou očekávání trhu?. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/analyzy-a-komentare/c1-54870970-druhe-kolo-levnych-penez-od-ecb-dnes-zacalo-prinese-dalsi-rally-jaka-jsou-ocekavani-trhu>
- PETERSON, Kristina a Jon HILSENATH, 2012. Fed Minutes Reflect Wariness About Recovery's Strength. In: *The Wall Street Journal: Economy* [online]. May 16, 2012 [cit. 2012-09-01]. Dostupné z: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303360504577408320289444822.html>
- POLITI, James, James WILSON a Claire JONES, 2012. US factory output at three-year low. In: *Financial Times* [online]. July 2, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cb8a70a0-c469-11e1-a98c-00144feabdc0.html#axzz28qEGRkCE>
- RANDOW, Jana, 2012. ECB Says Overnight Deposits Fall to Lowest in Seven Months. In: *Bloomberg* [online]. Jul 12, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-12/ecb-says-overnight-deposits-fall-to-lowest-in-seven-months-2-.html>

- RASTELLO, Sandrine, 2012. China Leads Nations Boosting IMF's Firewall to \$456 Billion. In: *Bloomberg* [online]. Jun 19, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-19/china-leads-nations-boosting-imf-s-firewa-ll-to-456-billion-1-.html>
- Ratings On Spain Lowered To 'BBB+/A-2' On Debt Concerns, 2012; Outlook Negative. In: *Standard and Poor's: Ratings* [online]. April 26, 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245332680850>
- ROBB, Greg, 2012. Pessimistic Bernanke doesn't commit to action: Fed chairman says labor-market gains will be frustratingly slow. In: *Market Watch* [online]. July 17, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: [http://articles.marketwatch.com/2012-07-17/economy/32705430\\_1\\_reserve-chairman-ben-bernanke-lower-long-term-interest-rates-unemployment-rate](http://articles.marketwatch.com/2012-07-17/economy/32705430_1_reserve-chairman-ben-bernanke-lower-long-term-interest-rates-unemployment-rate)
- SAB Finance, 2012: FAQ. *SAB Finance* [online]. 2012 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: <http://www.sab.cz/faq>
- SCHORTGEN JR, Kenneth, 2012. Dollar no longer primary oil currency as China begins to sell oil using Yuan. In: *Examiner.com* [online]. 12 September, 2012 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.examiner.com/article/dollar-no-longer-primary-oil-currency-as-china-begins-to-sell-oil-using-yuan>
- SILLS, Ben a Mayumi OTSUMA, 2012. G-7 Leaders Pledge to Cooperate in Tackling Spain, Greece. In: *Bloomberg* [online]. Jun 5, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-05/g-7-leaders-pledge-to-cooperate-in-tackling-spain-greece.html>
- Singer, 2012. Jak z krize? Dát lidem peníze a oslabit korunu. *HN Hospodářské noviny: Deník pro ekonomiku a politiku*. Praha: Economia, a.s, 11, 10. 2012, roč. 198. ISSN 0862-9587.
- Statistical Data Warehouse, 2012. *European Central Bank* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/>
- STROUHAL, Jan, Milan MIKULKA a Karel TINL, 2011. Zpřísníme fiskální pravidla, dohodli se lídři eurozóny. Česko váhá s miliardovou pomocí. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 8. 12. 2011, 9. 12. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54100250-zprismime-fiskalni-pravidla-dohodli-se-lidri-eurozony-cesko-vaha-s-miliardovou-pomoci>
- STROUHAL, Jan, Libor AKRMAN a Karel TINL, 2011. Pro Evropany je jedinou cestou z krize snížení mezd, radí kanadský guvernér. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 12. 12. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54173970-pro-evropany-je-jedinou-cestou-z-krize-snizeni-mezd-radi-kanadsky-guverner>
- STROUHAL, Jan a Libor AKRMAN, 2012. Šéf ECB Draghi si pochvaloval záchranné kroky banky a euro vyletělo vzhůru. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 12.1. 2012 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54405600-sef-ecb-draghi-si-pochvaloval-zachranne-kroky-banky-a-euro-vyletelo-vzhuru>
- ŠMÍD, Milan, 2004. Euro a dolar v ringu. In: *Fond Shop* [online]. 13.4.2004 [cit. 2013-31-3]. Dostupné z: [http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p\\_kh\\_edr](http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_edr)

- ROSS-THOMAS, Emma a Charles PENTY, 2012. Spain Minister Urges EU Aid for Banks in First Plea for Help. In: *Bloomberg* [online]. Jun 5, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-05/spain-minister-urges-eu-aid-for-banks-in-first-plea-for-help-1-.html>
- TANZI, Alex, 2012. U.S. April ISM Manufacturing Report on Business. In: *Bloomberg* [online]. May 1, 2012 [cit. 2012-09-01]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-01/u-s-april-ism-manufacturing-report-on-business-text-.html>
- Tasks of the ECB, © 1996–2012. *The European Central Bank* [online]. © 1996–2012 [cit. 2012-03-28]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.en.html>
- TAYLOR, Paul a Luke BAKER, 2012. Exclusive: Spain poised to request EU bank aid Saturday. In: *Thomson Reuters* [online]. 8 Jul 2012 [cit. 2012-09-02]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/2012/06/08/us-spain-banks-aid-idUSBRE8570DX20120608>
- The American economy: The doldrums, 2012. *The Economist* [online]. Jul 6th, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/07/american-economy>
- The Balance of Payments, Exchange Rates Elasticity and Inflation, 2003. *Bizer.co.uk* [online]. 3. 11. 2003 [cit. 2013-02-11]. Dostupné z: [http://www.bized.co.uk/current/mind/2003\\_4/171103.htm](http://www.bized.co.uk/current/mind/2003_4/171103.htm)
- The IMF and Europe, 2012. *International Monetary Fund* [online]. [2012] [cit. 2012-03-28]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/europe.htm>
- THESING, Gabi a Jana RANDOW, 2012. Draghi Says ECB is Ready to Act as Growth Outlook Worsens. In: *Bloomberg* [online]. Jun 6, 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-06/draghi-says-ecb-is-ready-to-act-as-growth-outlook-worsens.html>
- TINL, Karel, Jan STROUHAL a Tomáš VOLF, 2008. Bama zkusil uklidnit trhy, marně. Wall Street zažil nejhorší den od prosince 2008. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 8. 8. 2011, 11. 8. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-52520770-on-line-intervence-ecb-investory-neuklidnila-evropske-akcie-se-topi-ve-ztratach>
- TINL, Karel, Libor AKRMAN a Jan STROUHAL, 2011. Začíná nová éra krize. Eurozónu zachrání jediné nové euro, tvrdí odborníci. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 16. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-53660030-zacina-nova-era-krize-eurozonu-zachrani-jedine-nove-euro-tvrdi-odbornici>
- Trading Economics: United Kingdom Balance of Trade, ©2012. *Trading Economics.com* [online]. ©2012 [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-kingdom/balance-of-trade>
- TURNER, 2012, Sarah. Europe to extend Spanish deficit deadline. In: *Market Watch* [online]. July 09, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: [http://articles.marketwatch.com/2012-07-09/economy/32601996\\_1](http://articles.marketwatch.com/2012-07-09/economy/32601996_1)
- TYLEČEK, Jiří, 2012. COT report - měny a komodity. In: *Xtb.cz* [online]. 2. duben 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.xtb.cz/media-a-analytika/rss/analyza-trhu/272462>

- TYLEČEK, Jiří, 2012. COT report - měny a komodity. In: *Xtb.cz* [online]. 21. květen 2012 [cit. 2012-09-01]. Dostupné z: <http://www.xtb.cz/media/cz/analyzy/analyza-trhu/kveten2012/2012-05-28-cftc-pdf.pdf>
- TYLEČEK, Jiří, 2012. COT report - měny a komodity. In: *Xtb.cz* [online]. 4. červen 2012 [cit. 2012-09-17]. Dostupné z: [http://www.xtb.cz/analytika/trzni-analyzy/Page-elements/mediovski-trzni-analyzy-cz-1/278000\\_278999/278000\\_278099/278085](http://www.xtb.cz/analytika/trzni-analyzy/Page-elements/mediovski-trzni-analyzy-cz-1/278000_278999/278000_278099/278085)
- Týdenní analýzy, 2013. *Citfin* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.citfin.cz/cz/kurzovni-zpravodajstvi/analyzy/tydenni-analyzy.html>
- SHABU, Martin, 2012. Dokument z roku 2005: Česko koupilo tři Casy za cenu čtyř. In: *Česká pozice* [online]. 2012, 16.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://www.ceskapozice.cz/domov/pravo-bezpecnost/dokument-z-roku-2005-cesko-kou-pilo-tri-casy-za-cenu-ctyr>
- SALAS CAGE, Caroline a Cheyenne HOPKINS, 2012. New York Fed Says It Knew Barclays Underreported Libor. In: *Bloomberg* [online]. 2012, 13.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-13/new-york-fed-says-it-knew-barclays-was-underreporting-libor.html>
- SCHMIDT, Mike, 2012. ISM Report: Manufacturing On The Rise Again. In: *Manufacturing Business Technology* [online]. May 4, 2012 [cit. 2012-09-03]. Dostupné z: <http://www.mbtmag.com/articles/2012/04/ism-report-manufacturing-rise-again>
- SCHOENBERG, Tom, 2012. Barclays, U.S. Say Libor Probe Doesn't Affect 2010 Case. In: *Bloomberg* [online]. 2012, 11.7.2012 [cit. 2012-07-16]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-11/barclays-u-s-say-libor-probe-doesn-t-affect-2010-case.html>
- Segmenty a trhy: Spotřební zboží, © 2012. *Gfk.cz* [online]. © 2012 [cit. 2013-03-31]. Dostupné z: [http://www.gfk.cz/sectors\\_and\\_markets/custom\\_research/consumer\\_goods/index.cz.html](http://www.gfk.cz/sectors_and_markets/custom_research/consumer_goods/index.cz.html)
- Účetní závěrka společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. Zlín, 2008-2011. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a191476&klic=gg6y95>
- URBAN, Patrik, 2011. Miliardový obchod George Sorose. In: *FXStreet.cz: Svět obchodování na FOREXu* [online]. 2011, 26.4.2011 [cit. 2012-07-13]. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/miliardovy-obchod-george-sorose.html>
- VAVROŇ Jiří, 2013. Práci nemá 600 tisíc lidí, nejvíc od roku 1993. *Právo: Nezávislé noviny*. Praha: Borgis, a.s., 9. 2. 2013, roč. 23, č. 34. ISSN 1211-2119.
- Vejřejná analýza: Euro - short: Sázka na problémy Evropy, 2011. *Colosseum.cz* [online]. 04. 11. 2011 [cit. 2012-03-29]. Dostupné z: [http://www.colosseum.cz/userfiles/file/analyza/analyza\\_201111\\_euro\\_short.pdf](http://www.colosseum.cz/userfiles/file/analyza/analyza_201111_euro_short.pdf)
- VISCUSI, Gregory a Tony CZUCZKA, 2012. Franco-German Amity Needed for Strengthened Euro, Leaders Say. In: *Bloomberg* [online]. Jul 8,2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-08/greater-franco-german-amity-crucial-for-strong-euro-leaders-say.html>

- VISCUSI, Gregory a Rainer BUERGIN, 2012. Monti Calls for More Crisis Urgency in ECB Standoff. In: *Bloomberg* [online]. Aug 6, 2012 [cit. 2012-10-21]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-08-05/monti-warns-germany-that-euro-crisis-threatens-europe-s-future.html>
- VISCUSI, Gregory a John GLOVER. France Seeks to Save Mortgage Bank Without Spending Cash. [online]. [cit. 2012-11-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-03/france-seeks-to-save-credit-immobilier-without-spending-money.html>
- VOLF, Tomáš, Milan MIKULKA a Karel TINL, 2011. Investoři už raději půjčují Britům než Němcům, ukazují výnosy dluhopisů. In: *Ihned.cz: Byznys* [online]. 24. 11. 2011 [cit. 2012-03-31]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-evropa/c1-53798870-investori-uz-radeji-pujcuji-britum-nez-nemcum-ukazuji-vynosy-dluhopisu>
- WALKER, Susanne a Cordell EDDINGS, 2012. Dealers Declining Bernanke Twist Invitation. In: *Bloomberg* [online]. Jul 9, 2012 [cit. 2012-10-10]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-09/dealers-decline-bernanke-twist-bids.html>
- What's New, 2012. *International Monetary Fund* [online]. [2012] [cit. 2012-03-28]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/about/lending.htm>
- ZUMBRUN, Joshua, 2012. Bernanke May Hit Limit From Buying Too Many Treasuries. In: *Bloomberg* [online]. Jul 23, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-23/bernanke-considers-how-much-treasury-buying-is-too-much-economy.html>
- ZUMBRUN, Joshua a Craig TORRES, 2012. Bernanke Predicts Slow Progress on Unemployment. In: *Bloomberg* [online]. Jul 17, 2012 [cit. 2012-10-09]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-17/bernanke-predicts-slow-progress-on-unemployment.html>
- ZUMBRUN, Joshua a Simon KENNEDY, 2012. Fed Moves Toward Open-Ended Bond Purchases to Satisfy Bernanke. In: *Bloomberg* [online]. Sep 3, 2012 [cit. 2012-11-17]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-03/fed-moves-toward-open-ended-bond-purchases-to-satisfy-bernanke.html>

**Jiné zdroje:**

Vzestup peněz, 2009, dokument BBC

Miroslav Kalousek, Otázky Václava Moravce, září 2012

Interní materiály společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o., 2008-2013

Travěnek, 2012 – osobní rozhovor s jednatelem společnosti Hyla Stock Invest s.r.o.



**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

CZK	Česká koruna.
ČNB	Česká národní banka.
EAT	Zisk po zdanění.
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním.
EUR	Euro.
ECB	Evropská centrální banka.
EU	Evropská unie.
FED	Federal Reserve.
MMF	Mezinárodní měnový fond.
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností.
ROA	Rentabilita aktiv.
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu.
USD	Americký dolar.
ÚZ	Účetní závěrka.

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vývoj kurzu GBPDEM a GBPUSD před a po útoku na britskou libru .....	20
Obrázek 2 příklad volatility páru EURUSD .....	20
Obrázek 3 Struktura platební bilance .....	21
Obrázek 4 Stav obchodní bilance, míry inflace, kurzy GBPUSD a úrokových sazeb ekonomiky Velké Británie v letech 2002 až 2006 .....	21
Obrázek 5 Obchodní hodiny na FOREXu .....	23
Obrázek 6 Rozdělení finanční a nefinančních rizik .....	28
Obrázek 7 Logo společnosti HP Tronic Zlín, spol. s r.o. a logo maloobchodních prodejen Euronics a Proton .....	37
Obrázek 8 Spider analýza společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. v porovnání s odvětvím za rok 2011 a vývoj hodnoty Z-skóre a Index IN05 za sledované období 2008-2011 [vlastní zpracování] .....	39
Obrázek 9 Vývoj trhu s technickým spotřebním zbožím za rok 2012 .....	40
Obrázek 10 Vývoj trhu s technickým spotřebním zbožím v porovnání s rokem 2011 .....	40
Obrázek 12 Spider analýza za rok 2011 pro společnost K+B Progress, a.s. v porovnání se společností HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. a hodnota Z-skóre společnosti K+B Progres, a.s. v období 2008 – 2011 [vlastní zpracování] .....	42
Obrázek 11 Logo spol. K+B Progres, a.s. a maloobchodních sítí expert ČR a EC-Group .....	42
Obrázek 13 Logo společnosti FAST ČR, a.s. a sítě elektroprodejen PLANE0 Elektro .....	43
Obrázek 14 Spider analýza za rok 2011 pro společnost FAST ČR, a.s. v porovnání se společností HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. a hodnoty Z-skóre a Indexu IN05 v období 2008 - 2011 [vlastní zpracování] .....	43
Obrázek 15 Vývoj ročního tempa růstu HDP s prognózou růstu na rok 2013 a 2014 .....	49
Obrázek 16 Mylná předpověď růstu HDP od Patria .....	50
Obrázek 17 Vývoj míry nezaměstnanosti od roku 2000 a Beveridgeova křivka .....	50
Obrázek 18 Vývoj inflace od roku 2000 a prognóza na rok 2013 a 2014 .....	51
Obrázek 19 Běžný účet platební bilance (vlevo) a obchodní bilance od roku 2000 (vpravo) .....	51
Obrázek 20 Vývoj platební bilance .....	52
Obrázek 21 Vývoj státního dluhu vybraných zemí k HDP .....	52
Obrázek 22 Vývoj sazeb ČNB od roku 2008 .....	53
Obrázek 23 Vývoj objemu průmyslové výroby a bariéry růstu v průmyslu .....	53
Obrázek 24 Vývoj výnosů 10letých státních dluhopisů ČR od roku 2000 .....	54
Obrázek 25 Skutečná roční míra tempa růstu HDP ve vybraných regionech .....	55
Obrázek 26 Vývoj inflace v eurozóně (vlevo) a USA (vpravo) v období 2000-2012 .....	56
Obrázek 27 Dlouhodobý vývoj půjček a vkladů u ECB (vlevo) a krátkodobý objem jednodenních vkladů komerčních bank u ECB v době poskytnutí neomezené likvidity (vpravo) .....	56
Obrázek 28 Vývoj kurzu EUR/USD a zlata v období 4. kola kvantitativního uvolňování .....	57
Obrázek 29 Vývoj měsíční inflace ve vybraných regionů v roce 2012 .....	58

Obrázek 30 Vývoj nezaměstnanosti v eurozóně (vlevo) a USA (vpravo) v období 2000-2012 .....	59
Obrázek 31 Míra nezaměstnanosti ve vybraných regionech v roce 2012 .....	59
Obrázek 32 Vývoj běžného účtu platební bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012 .....	60
Obrázek 33 Vývoj obchodní bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012 .....	60
Obrázek 34 Vývoj obchodní bilance v eurozóně a USA v období 2000-2012 .....	60
Obrázek 35 Vývoj poměru státního dluhu k HDP v eurozóně a USA v období 2000-2012.....	61
Obrázek 36 Poměr vládního dluhu k HDP za 2Q 2012 ve vybraných zemí EU .....	61
Obrázek 37 Vývoj základní úrokové sazby eurozóny a USA v období 2000-2012.....	63
Obrázek 38 Vývoj vybraných burzovních indexů v období 2000-2012 .....	63
Obrázek 39 Vývoj výrobního PMI indexu v eurozóně a USA od roku 1999 (resp. 2007) do roku 2012 .....	64
Obrázek 40 Vývoj indexu dovozních a vývozních cen v USA (vlevo) a německého kompozitního indexu exportních cen a HDP (vpravo) od roku 2000 (resp. 1997) do roku 2012 .....	65
Obrázek 41 Vývoj německého ZEW indexu (vlevo) a Ifo indexu (vpravo) v období 2000-2012.....	65
Obrázek 42 Vývoj indexu New Home Sales (vlevo) a Existing Home Sales (vpravo) v USA v období 2000-2012.....	66
Obrázek 43 Vývoj ISM indexu pro výrobní sektor (vlevo) a pro nevýrobní sektor (vpravo) v období 2000-2012.....	67
Obrázek 44 Vývoj žádostí nezaměstnaných o podporu v období 2000-2012 .....	67
Obrázek 45 Vývoj výnosových úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů ČR v září 2012 .....	70
Obrázek 46 Vývoj úrokových sazeb a volatility vybraných státních dluhopisů .....	72
Obrázek 47 Vývoj měnového páru EUR/USD v období 2008-2012 .....	73
Obrázek 48 Týdenní korelace vybraných měnových párů .....	74
Obrázek 49 Negativní korelace na měnovém páru EUR/USD a USD/CHF .....	74
Obrázek 50 Vývoj kurzu EUR/CZK (vlevo) a USD/CZK (vpravo) v období 2008-2012.....	80
Obrázek 51 Posilování EUR a USD vůči CZK v období 2008-2012 .....	80
Obrázek 52 Závislost Elliottových vln a Fibonacciho posloupnosti .....	82
Obrázek 53 Negativní korelace měnového páru EUR/USD a euro bondu „FGBLM3“ .....	82
Obrázek 54 Korelace měnových párů EUR/USD, EUR/CZK a USD/CZK v období 2008-2013 [vlastní zpracování] .....	84
Obrázek 55 Vývoj krátkodobých úvěrů .....	114
Obrázek 56 Průměrný počet zaměstnanců a související osobní náklady (v tis. Kč) .....	116
Obrázek 57 Vývoj přidané hodnoty [vlastní zpracování] .....	117
Obrázek 58 Vývoj výsledku hospodaření, EBT a EBIT a jeho dělení [vlastní zpracování] .....	118
Obrázek 59 Ukazatele zadluženosti [vlastní zpracování] .....	119
Obrázek 60 Vývoj likvidity společnosti a odvětví [vlastní zpracování] .....	120
Obrázek 61 Doba obratu zásob, pohledávek a závazků z tržeb za sledované období 2008 – 2011 [vlastní zpracování] .....	122
Obrázek 62 Spider analýza společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. v porovnání s odvětvím za rok 2011 a vývoj hodnoty Z-skóre a Index IN05 za sledované období 2008-2011 [vlastní zpracování] .....	124

Obrázek 63 Nákupy státních dluhopisů ze strany ECB .....	130
Obrázek 64 Vývoj HDP Německa a Francie v období 2000-2012 .....	137
Obrázek 65 Vývoj míry inflace v Německu a Francii v období 2000-2013 .....	137
Obrázek 66 Míra nezaměstnanosti v Německu a Francii v období 2000-2012.....	138
Obrázek 67 Produktivita práce v Německu a Francii v období 2000-2012 .....	138
Obrázek 68 Vývoj obchodní bilance Německa a Francie v období 2000-2012.....	139
Obrázek 69 Vývoj státního dluhu k HDP v Německu a Francii v letech 2000-2012.....	139
Obrázek 70 Vývoj aukcí 10Y bondů v období prosinec 2011 - únor 2013.....	141
Obrázek 71 Výnosy 10Y státních dluhopisů od roku 2000 .....	141
Obrázek 72 Výnosy aukcí 5Y státních dluhopisů v období prosinec 2011 - únor 2013 .....	142
Obrázek 73 Výnosy aukcí 2Y státních dluhopisů v období prosinec 2011 - únor 2013 .....	142
Obrázek 74 Vývoj aukcí 360d pokladničních poukázek v období prosinec 2011 - únor 2013 .....	142
Obrázek 75 Vývoj aukcí 180d pokladničních poukázek v období prosinec 2011 - únor 2013 .....	143
Obrázek 76 Obraz malíře Von Hoydena.....	144

**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 Výhody a nevýhody systému pevných měnových kurzů [Král', 2010].....	15
Tabulka 2 Výhody a nevýhody systému pohyblivých měnových kurzů [Král', 2010].....	17
Tabulka 3 SWOT analýza [vlastní zpracování] .....	37
Tabulka 4 Přehled plnění tržeb pro rok 2012 [vlastní zpracování] .....	41
Tabulka 5 Srovnání ukazatelů zadluženosti v roce 2011 [vlastní zpracování] .....	44
Tabulka 6 Srovnání ukazatelů likvidity v roce 2011 [vlastní zpracování].....	44
Tabulka 7 Srovnání ukazatelů rentability v roce 2011 [vlastní zpracování] .....	44
Tabulka 8 Srovnání ukazatelů aktivity v roce 2011 [vlastní zpracování] .....	45
Tabulka 9 Přehled importní činnosti [vlastní zpracování] .....	46
<i>Tabulka 10 Přehled exportní činnosti [vlastní zpracování].....</i>	<i>46</i>
Tabulka 11 Vývoj tržeb v roce 2009 – 2012 rozdělený podle jednotlivých měn.....	47
Tabulka 12 Přehled fakturace v roce 2009 – 2012 [vlastní zpracování] .....	47
Tabulka 13 Kurzové rozdíly v EUR a USD v roce 2009 – 2012 [vlastní zpracování] .....	48
Tabulka 14 Subjektivní názor na budoucí vývoj makro a mezzo indikátorů eurozóny .....	72
Tabulka 15 Subjektivní názor na budoucí vývoj makro a mezzo indikátorů USA .....	73
Tabulka 16 Využití zajišťovacích nástrojů za rok 2012 [vlastní zpracování].....	76
Tabulka 17 Vývoj kurzových zisků a ztrát podle měn a kvartálů za rok 2012 .....	76
Tabulka 18 Fakturace podle jednotlivých kvartálů 2012 v EUR [vlastní zpracování] .....	77
Tabulka 19 Fakturace podle jednotlivých kvartálů 2012 v USD [vlastní zpracování] .....	78
Tabulka 20 Korelace vybraných měnových párů v období 22. 11.2009 – 27. 1. 2013.....	83
Tabulka 21 Návrh zajištění pro importní a exportní činnost [vlastní zpracování] .....	84
Tabulka 22 Aktuální zajištění forwardem [vlastní zpracování] .....	86
Tabulka 23 Plánovaná potřeba USD a EUR [vlastní zpracování].....	86
Tabulka 24 Swapové body při nákupu USD z CZK [vlastní zpracování] .....	89
Tabulka 25 Vývoj přidané hodnoty a VH [vlastní zpracování] .....	116
Tabulka 26 Dělení EBIT (2008 – 2010) [vlastní zpracování].....	117
Tabulka 27 Vývoj ČPK [vlastní zpracování] .....	118
Tabulka 28 Ukazatele likvidity podniku [vlastní zpracování] .....	120
Tabulka 29 Ukazatele likvidity odvětví [vlastní zpracování] .....	120
Tabulka 30 Vývoj rentability společnosti [vlastní zpracování] .....	121
Tabulka 31 Vývoj rentability odvětví [vlastní zpracování] .....	121
Tabulka 32 Srovnání obratovosti podniku a odvětví [vlastní zpracování].....	122
Tabulka 33 Další poměrové ukazatele [vlastní zpracování] .....	123
Tabulka 34 Přehled nákladů na CK podle různých metod [vlastní zpracování] .....	124
Tabulka 35 Přehled nákladů na VK dle různých metod [vlastní zpracování].....	125
Tabulka 36 Výpočet WACC [vlastní zpracování] .....	125
Tabulka 37 Korelace vybraných měnových párů ve fraktálech [vlastní zpracování] .....	147
Tabulka 38 Korelace vybraných měnových párů v rámci systému [vlastní zpracování] .....	147

**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I Základní kurzové režimy v roce 2010
- P II Finanční analýza společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o.
- P III Evropská dluhová krize a její dopady na světovou ekonomiku
- P IV Makroekonomická analýza dominantních ekonomik eurozóny
- P V Makroekonomická analýza problémových ekonomik eurozóny
- P VI Úspěšnost dluhopisových aukcí vybraných zemí eurozóny
- P VII Korelace měnových párů EUR/USD, USD/CZK a EUR/USD

# PŘÍLOHA P I: ZÁKLADNÍ KURZOVÉ REŽIMY V ROCE 2010

Zdroj: MMF Annual Report, 2010

Exchange rate arrangement (number of countries)	Monetary Policy Framework							
	Exchange rate anchor				Monetary aggregate target	Inflation-targeting framework	Other <sup>1</sup>	
	U.S. dollar (50)		Euro (28)	Composite (15)	Other (7)	(25)	(31)	(33)
<b>No separate legal tender (12)</b>	Ecuador El Salvador Marshall Islands Micronesia, Fed. States of	Palau Panama Timor-Leste Zimbabwe	Kosovo Montenegro San Marino		Kiribati			
<b>Currency board (13)</b>	<b>ECCU</b> Antigua and Barbuda Dominica Grenada St. Kitts and Nevis St. Lucia St. Vincent and the Grenadines	Djibouti Hong Kong SAR	Bosnia and Herzegovina Bulgaria Estonia <sup>2</sup> Lithuania <sup>2</sup>		Brunei Darussalam			
<b>Conventional peg (44)</b>	Aruba Bahamas, The Bahrain Barbados Belize Eritrea Jordan Maldives Netherlands Antilles	Oman Qatar Saudi Arabia Turkmenistan United Arab Emirates Venezuela	Cape Verde Comoros Denmark <sup>2</sup> Latvia <sup>2</sup> São Tomé and Príncipe	Fiji Kuwait <sup>3</sup> Libya Morocco Samoa	Bhutan Lesotho Namibia Nepal Swaziland			
			<b>WAEMU</b> Benin Burkina Faso Côte d'Ivoire Guinea-Bissau Mali Niger Senegal Togo					
			<b>CEMAC</b> Cameroon Central African Rep. Chad Congo, Rep. of Equatorial Guinea Gabon					
<b>Stabilized arrangement (24)</b>	Azerbaijan Bangladesh Bolivia <sup>3</sup> Cambodia China Guyana Honduras	Iraq <sup>3</sup> Lebanon Suriname Trinidad and Tobago Vietnam <sup>3</sup>	Croatia Macedonia, FYR	Iran, Islamic Rep. of Syrian Arab Rep. <sup>3</sup>		Burundi <sup>4</sup> Jamaica <sup>3,4</sup> Rwanda <sup>3,4</sup> Tajikistan <sup>4</sup> Tunisia <sup>3,5</sup>		Dominican Rep. <sup>3,4</sup> Lao P.D.R. <sup>3,4</sup> Sri Lanka <sup>4</sup>
<b>Crawling peg (3)</b>	Nicaragua Uzbekistan			Botswana				
<b>Crawl-like arrangement (2)</b>	Ethiopia Kazakhstan							
<b>Pegged exchange rate within horizontal bands (2)</b>				Belarus Tonga				

Exchange rate arrangement (number of countries)	Monetary Policy Framework						
	Exchange rate anchor				Monetary aggregate target (25)	Inflation-targeting framework (31)	Other <sup>1</sup> (33)
	U.S. dollar (50)	Euro (28)	Composite (15)	Other (7)			
<b>Other managed arrangement (21)</b>	Angola Costa Rica Liberia		Algeria Russian Federation Singapore <sup>3</sup> Solomon Islands Vanuatu		Guinea Malawi Nigeria Ukraine	Georgia <sup>6</sup>	Egypt Haiti Kyrgyz Rep. Malaysia <sup>3</sup> Mauritania Myanmar Paraguay <sup>3</sup> Yemen, Rep. of
<b>Floating (38)</b>					Afghanistan, Islamic Rep. of Argentina Congo, Dem. Rep. of <sup>2</sup> Gambia, The Kenya Madagascar Moldova Mongolia Mozambique Papua New Guinea Seychelles Sierra Leone Sudan Tanzania Uganda Zambia	Albania Armenia <sup>6</sup> Brazil Colombia Ghana Guatemala Hungary Iceland Indonesia Israel Korea, Rep. of <sup>3</sup> Mexico Peru Philippines Romania Serbia South Africa Switzerland Thailand Uruguay <sup>6</sup>	India Pakistan
<b>Free floating (30)</b>						Australia Canada Chile Czech Rep. New Zealand Norway Poland Sweden Turkey United Kingdom	Japan Mauritius Somalia United States <b>EMU</b> Austria Belgium Cyprus Finland France Germany Greece Ireland Italy Luxembourg Malta Netherlands Portugal Slovak Rep. Slovenia Spain

<sup>1</sup>Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor, but rather monitor various indicators in conducting monetary policy.

<sup>2</sup>The member participates in the European Exchange Rate Mechanism (ERM II).

<sup>3</sup>The exchange rate arrangement was reclassified retroactively, overriding a previously published classification.

<sup>4</sup>The de facto monetary anchor is the U.S. dollar.

<sup>5</sup>The de facto monetary anchor is a composite.

<sup>6</sup>The central bank has taken preliminary steps toward inflation targeting and is preparing for the transition to full-fledged inflation targeting.



## **PŘÍLOHA P II: FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI HP TRONIC ZLÍN, SPOL. S R.O.**

Následující příloha se zabývá podrobnou finanční analýzou společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. a srovnáním s výkonností odvětví. Sledovaným obdobím jsou roky 2008-2011, kdy byl evropský trh zasažen ekonomickou krizí. Všechny údaje jsou zpracovávány na základě účetních výkazů a interních informací společnosti a finanční analýzy podnikové sféry za rok 2011 uveřejněné na webu Ministerstva průmyslu a obchodu.

### **Absolutní ukazatele**

Mezi absolutní ukazatele řadíme analýzu majetkové struktury, finanční struktury, analýzu výnosů a nákladů, analýzu přidané hodnoty a výsledku hospodaření a analýzu cash flow.

### **Analýza majetkové struktury**

Z pohledu celkových aktiv společnosti můžeme pozorovat za sledované období jejich zvýšení o 27,6 % (za rok 2011 2,18 mld. Kč). Na tomto nárůstu se podílel jak dlouhodobý majetek, tak i oběžná aktiva. Z dlouhodobého majetku má na aktivech největší podíl DFM, který se zvýšil o 170 % v důsledku kapitálových investic do jiných společností (investice s podstatným a rozhodujícím vlivem). V posledním sledovaném roce (2011) dosahoval DFM 22 % celkových aktiv. Vlivem krize se rovněž za sledované období zvýšily zásoby o 30 % (614 mil. Kč za rok 2011) a krátkodobé pohledávky se snížily o 5,6 % na 775 mil. Kč (za rok 2011). Krátkodobý finanční majetek vzrostl o 57 % na 77 mil. Kč.

Z pohledu odpisování je DNM odepsán v posledním sledovaném roce na 75 %, DHM na 54 %. Oběžná aktiva tvoří zhruba 75-80 % na celkových aktivech, dlouhodobý majetek 15-26 % (nejvíce 11-22 % DFM), zbývající část (cca 5 %) tvoří časové rozlišení. Na struktuře oběžných aktiv dominují nejvíce zásoby a krátkodobé pohledávky (desítky %). Dlouhodobé pohledávky a KFM jsou vzhledem k celkové bilanční sumě nevýznamné a tvoří necelá 3-4 %.

I v rámci odvětví je zaznamenán nárůst celkových aktiv, na kterém se podílí spíše oběžná aktiva než dlouhodobý majetek. V průběhu sledovaného období jsou oběžná aktiva na celkových aktivech zastoupena zhruba ve stejném poměru 70 : 30. Časové rozlišení tvoří nepatrnou část celkových aktiv (v průměru 1,5 %). Oproti analyzované společnosti tvoří odvětví podstatně méně zásob (za rok 2011 18,3 %, HP Tronic 28,2 % za rok 2011 v poměru

k celkovým aktivům) a rovněž disponuje větším KFM (cca o 3 % než společnost HP Tronic).

### **Analýza finanční struktury**

U vývoje finanční struktury je patrné, že vlastní kapitál se za sledované období (2008-2011) navýšil o 64 % (absolutně o 247 mil. Kč), největší zvýšení o 118,4 mil. Kč proběhlo v období 2008/2009 z důvodu investičních akcí. Základní kapitál společnosti ve výši 40 mil. Kč zůstává nezměněný, zatímco výsledek hospodaření se v jednotlivých letech pravidelně snižuje, celkově o cca 29 %. Firma ponechávala ze začátku vydělané zisky ve společnosti pro její další rozvoj, v roce 2009 a 2010 tomu tak nebylo, v roce 2011 byla opět část zisku ponechána ve firmě. Hospodářský výsledek byl ve sledovaném období ovlivněn mnoha faktory, mezi nejdůležitější považují snižující se kupní sílu koncových zákazníků, které se projevila i v množství vznikajících zásob na skladě v průběhu krize. Druhým faktorem byl nepředvídatelný pohyb devizových kurzů, které se snaží společnost do jisté míry řídit. VH běžného období poklesl v letech 2008-2011 o 29 % (za rok 2011 činil 88 mil. Kč). Docházelo k posílení vlastního kapitálu oproti cizím zdrojům, toto posílení bylo jen v jednotkách procent a zastoupení cizích zdrojů se stále nacházelo okolo 70 %. Z cizích zdrojů společnost využívá pouze krátkodobé závazky, které jsou znázorněny v následujícím obrázku.

	2007	2008	2009	2010	2011
ČSOB revolvingový úvěr	155 000	280 000	315 000	310 000	280 000
ČSOB účelový úvěr	x	x	x	X	x
KB dlouhodobý úvěr	x	x	x	X	x
KB krátkodobý úvěr	50 000	50 000	60 000	50 000	60 000
CITIBANK krátkodobý úvěr	35 119	50 000	40 000	40 000	24 210
CITIBANK Ready Credit	x	x	x	X	X
CITIBANK úvěr Electrolux	10 662	x	x	X	X
CITIBANK úvěr Philips	1 357	x	x	X	X
CITIBANK úvěr Thomson	x	x	x	X	x

*Obrázek 55 Vývoj krátkodobých úvěrů*

*Zdroj: Účetní závěrka za rok 2011*

Základní kapitál v odvětví zůstává navzdory krizi skoro neměnný. Podobný vývoj je možné pozorovat u vlastního kapitálu, který se za sledované období zvýšil v řádech desetin procent. VH běžného období se snižuje a v roce 2011 tvoří 4,5 % celkových pasiv. Společnost HP Tronic se tak s výsledkem hospodaření v období 2008 – 2010 nacházela v souhrnu nad průměrem odvětví vzhledem k celkovým pasivům. V roce 2011 se tento rozdíl smazal. Dlouhodobé závazky v odvětví tvoří v průměru za sledované období necelých 8 %, krátko-

dobé se zvýšily na 35,9 % (za rok 2011). Ve srovnání se společnostmi HP Tronic jsou výrazně nižší (35,9 % vs. 50,2 % za rok 2011). Důležité je si povšimnout si poměru cizích zdrojů a vlastního kapitálu, který činí 57 : 41 % (ve sledovaném období 2008-2011 konstantní poměr). HP Tronic dosahuje poměru 70 : 25 %, což je více riskantní, vzhledem k jeho dominantnímu postavení na trhu si to společnost může dovolit. V obou případech převažují krátkodobé závazky, kterými se financují zásoby.

### **Analýza výnosů**

Většinu výnosů představují tržby za zboží, které se ve sledovaném období výrazně nemění a představují vždy více jak 90 % podílu na celkových výnosech. Průměrně 5 % představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, podíl ostatních složek je zanedbatelný. Z toho je patrné silně obchodní zaměření společnosti (nákup, prodej). V odvětví je situace podobná, tržby z prodeje zboží tvoří majoritní část výnosů. Spolu s výkony, na kterých se výrazně podepsalo zvýšení tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, se rovnoměrně tržby z prodeje zboží ve sledovaném období zvyšovaly.

### **Analýza nákladů**

Z pohledu nákladů můžeme u společnosti pozorovat průměrně 88% zastoupení nákladů na zboží a 6% zastoupení výkonové spotřeby. Toto je zcela logické z povahy podnikatelské aktivity podniku, který není výrobní a výkonová spotřeba je tak zastoupena minimálně v porovnání s náklady na zboží. Jak jsem již zmínil, náklady na zboží se udržují na stabilní úrovni, výkonovou spotřebu se podniku podařilo za sledované období snížit o 23 %. V odvětví je situace podobná, výrazně převládají náklady na zboží nad výkonovou spotřebou. Ve srovnání s tržbami za prodej zboží tvoří výkonová spotřeba zhruba 9 % jejich hodnoty, u společnosti HP Tronic je to v posledním sledovaném roce 6,5 %. Celkové náklady se podniku nepodařilo nijak výrazně snížit, za sledované období (2008-2011) došlo k mírnému zvýšení o 4 % (což činí cca 230 mil. Kč). Na této změně se podepsala nejvýrazněji změna stavu rezerv, rostoucí náklady na zboží a jiné finanční náklady. Naopak výraznou úsporou byla právě výkonová spotřeba. Poměr ostatních položek k celkovým nákladům je nevýznamný. Za povšimnutí stojí osobní náklady, které se za sledované období nepatrně zvýšily o 2,8 %, jejich podíl na celkových nákladech činil vždy méně jak 3 %. Podle průměrného vývoje zaměstnanců je patrné, že firma v průběhu krize snížila počet svých zaměstnanců o 19,4 % (ze 424 zaměstnanců v roce 2008 na 355 v roce 2010). Toto snížení bylo přijato v rámci opatření v boji s krizí a podporuje koncepci dlouhodobě udrži-

telné stability podniku. Naopak měsíční mzdy zaměstnanců, kteří dále ve společnosti pracují, se zvýšily o necelé 3 500 Kč (mzdy / průměrný počet zaměstnanců / 12). Do výpočtu není zahrnuto sociální zabezpečení a sociální náklady. Společnosti HP Tronic se alespoň mírně dařilo snižovat svoje nejvýznamnější nákladové položky, v odvětví byl trend opačný s tendencí mírného růstu (3-5 %). V roce 2011 společnost navýšila průměrný stav zaměstnanců z 355 na 400.

	2008		2009		2010		2011	
	Celkem	Členů SO	Celkem	Členů SO	Celkem	Členů SO	Celkem	Členů SO
Průměrný počet zaměstnanců	424	2	385	2	355	2	400	2
Mzdy	113 387	1 329	110 539	1 326	116 681	1 385	128 678	700
Sociální zabezpečení	39 792	528	36 831	598	39 911	454	43 411	243
Sociální náklady	2 482	6	2 456	6	2 338	8	3 800	7
Celkem osobní náklady	155 661	1 863	149 826	1 930	158 930	1 847	175 889	943

Obrázek 56 Průměrný počet zaměstnanců a související osobní náklady (v tis. Kč)

Zdroj: Účetní závěrka za rok 2011

### Analýza přidané hodnoty a výsledku hospodaření

Ve sledovaném období přidaná hodnota poklesla o necelých 54 mil. Kč (pokles o 18 %) na hodnotu 247 mil. Kč za rok 2011. Na tomto poklesu se nejvíce podílel čistý zisk, jehož důvody snížení jsou popsány v kapitole Analýza finanční struktury. Zvýšil se zde i podíl odpisů, naopak nákladové úroky klesly. Firma využívá pouze krátkodobých úvěrů (ČSOB revolvingový úvěr, KB krátkodobý úvěr, CITIBANK krátkodobý úvěr). Z hlediska dělení EBIT je patrné, že snižující se čistý zisk se podepsal i na úrovni EBIT, která klesl ze 159,7 mil. Kč (2008) na 105,2 mil. Kč (2011). Spolu s poklesem čistého zisku klesala i daň a nákladové úroky.

Tabulka 25 Vývoj přidané hodnoty a VH [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011
Osobní náklady	156 419	150 241	159 073	159 991
Odpisy	12 816	21 061	27 444	30 486
Nákladové úroky	14 118	13 169	10 259	10 511
Čistý zisk	123 479	106 784	99 064	88 144
Ostatní	-5 971	-3 097	-46 693	-42 299
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>300 861</b>	<b>288 158</b>	<b>249 147</b>	<b>246 833</b>

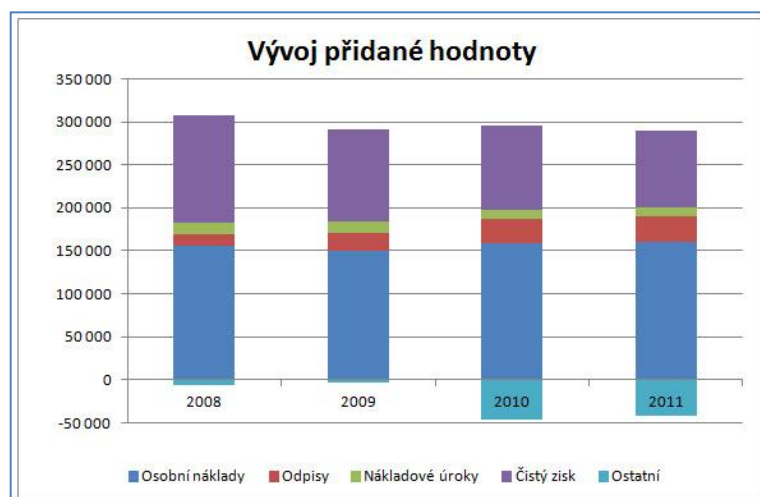
Provozní HV	101 902	90 215	63 317	27 408
Finanční HV	43 641	33 371	43 114	67 263
Mimořádný HV	8	0	0	0
<b>VH za účetní období</b>	<b>123 479</b>	<b>106 784</b>	<b>99 064</b>	<b>88144</b>
EBT	145 551	123 586	106 431	94 671
EBIT	159 669	136 755	116 690	105 182

V následující tabulce je uvedeno rozdělení zisku před úroky a zdaněním za sledované období 2008 - 2010.

*Tabulka 26 Dělení EBIT (2008 – 2010) [vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011
Věřitel (nákladové úroky)	14 118	13 169	10 259	10 511
Stát (daň)	22 072	16 804	7 367	6 527
Podnik (čistý zisk)	123 479	106 784	99 064	88 144
<b>EBIT</b>	<b>159 669</b>	<b>136 757</b>	<b>116 690</b>	<b>105 182</b>

Na grafu znázorňující vývoj přidané hodnoty je patrná změna struktur jednotlivých částí ve sledovaném období.

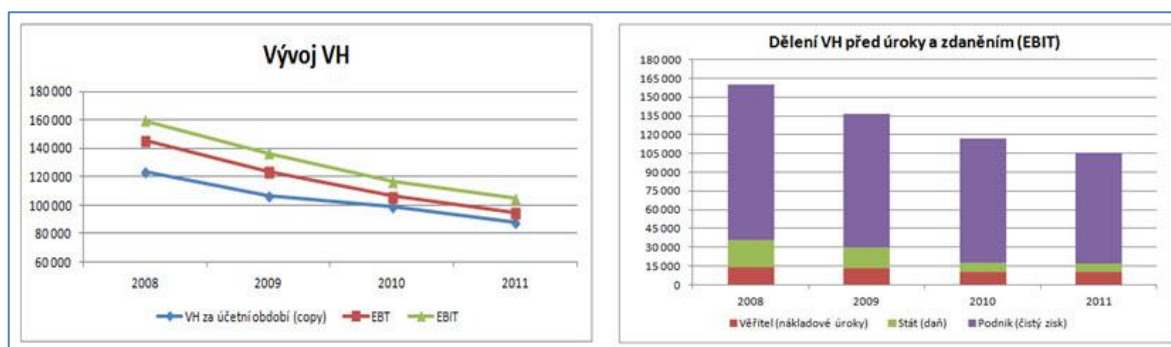


*Obrázek 57 Vývoj přidané hodnoty [vlastní zpracování]*

*Zdroj: Účetní závěrka 2008 - 2011*

Na grafu vývoje výsledku hospodaření je patrná klesající tendence v období ekonomické krize a snižující se kupní síly. Snižující se výsledek hospodaření před úroky a zdaněním se

skládá ze 3. kategorií - nákladové úroky, daň a čistý zisk. Změnu v jejich struktuře kvantifikuje níže uvedený obrázek vpravo.



Obrázek 58 Vývoj výsledku hospodaření, EBT a EBIT a jeho dělení [vlastní zpracování]

Zdroj: Účetní závěrka 2008 - 2011

### Rozdílové ukazatele - Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál je ve sledovaném období kladný, což znamená, že jsou krátkodobé závazky nižší než krátkodobý majetek, který je zdrojem pro splácení těchto závazků. Společnost tak disponuje tolik žádaným polštářem v podobě necelých 13 mil. Kč. V posledním sledovaném roce je znatelný propad ze 114 mil. Kč z roku 2010 na již zmíněných 13 mil. Kč. Je to způsobeno rychlejším tempem poklesu OA než krátkodobých závazků.

Tabulka 27 Vývoj ČPK [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011
ČPK	72 505	173 336	113 828	12 819

### Poměrové ukazatele

Mezi poměrové ukazatele využité v této práci patří analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury, analýza likvidity, rentability, aktivity a další poměrové ukazatele vztahující se především na počet zaměstnanců, výnosy a přidanou hodnotu.

### Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Celková zadluženost podniku se ve sledovaném období snížila, nicméně je stále vysoká. V roce 2008 dosahovala hodnoty 77,09 %, v roce 2011 70,59 %. Pro připomenutí je toto zadlužení způsobeno čerpáním krátkodobých úvěrů. Společnost se nachází výrazně nad hranicí odvětví, kde se zadluženost pohybuje v úrovni 57 %. V souvislosti s touto skutečností se dostala v míře zadluženosti výrazně nad hodnotu 1, kdy se stává více rizikovým klientem pro banku. Ve srovnání s odvětvím je míra zadluženosti 2 – 2,5 násobně vyšší.

Odvětví ve sledovaném období dosahovalo stabilní míry zadluženosti v rozmezí hodnot 1,35 – 1,53. Z pohledu krytí dlouhodobých aktiv VK podnik využívá vlastní dlouhodobý kapitál i ke krytí oběžných aktiv a dává tak přednost finanční stabilitě před výnosem. Ukazatel se nachází nad hodnotou 1, za odvětví se ukazatel pohybuje pod úrovní 0,8 mimo poslední sledovaný rok 2011, kde tvoří hodnotu 1,38. Tato změna značí, že i odvětví se stabilizovalo a dává přednost jistotě. I z povahy podnikání, zastoupení zásob na celkových aktivech, je logické, že k této formě financování dochází. Hodnota krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji se rovněž nachází nad hranicí 1. V tomto ukazateli platí zlaté pravidlo financování, kdy dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji. Strategii krytí dlouhodobých aktiv hodnotím jako neutrální. Podnik tvoří dostatečný, nikoliv nadbytečný „polštář“. Hodnoty odvětví se pohybují okolo 1,7. Nelze však jednoznačně říci, že firmy v odvětví si tvoří příliš velký polštář, v tomto případě je třeba analyzovat každou společnost individuálně. Z hlediska úrokového krytí se podnik pohybuje výrazně nad doporučenými hodnotami.

	Celková zadluženost = Cizí zdroje / Aktiva	Míra zadluženosti = Cizí zdroje / VK	Podíl dlouhodobých CZ na CZ celkem	Podíl dlouhodobých CZ na dlouh.kapitálu	krytí dlouhodobých aktiv VK	krytí dlouhodobých aktiv dl. zdroji	úrokové krytí (počítáno z EBIT)
2008	77,09%	3,42	0,72%	2,41%	1,31	1,35	11,31
	60,11%	1,53	10,62%	13,95%	0,86	1,50	9,32
2009	68,44%	2,76	0,83%	2,23%	1,38	1,41	10,38
	57,06%	1,37	24,30%	24,96%	0,75	1,69	8,78
2010	69,53%	3,02	0,45%	1,34%	0,99	1,07	11,37
	57,62%	1,38	18,94%	20,77%	0,79	1,71	#DIV/0!
2011	70,59%	2,44	4,10%	9,09%	1,10	1,21	10,01
	56,86%	1,35	20,64%	21,75%	1,38	1,77	#DIV/0!

podnik      odvětví

Obrázek 59 Ukazatele zadluženosti [vlastní zpracování]

Zdroj: Účetní závěrka 2008 - 2011

### Analýza likvidity

Společnost ve sledovaném období nedisponuje dostatečnými hodnotami likvidity. V rámci běžné a pohotové likvidity se přibližují alespoň k minimálním doporučeným hodnotám. Hotovostní likvidita se pohybuje i více než 80 % pod doporučenou minimální hodnotou. Likvidita v rámci odvětví je na tom výrazně lépe v porovnání se společností HP TRONIC. V rámci běžné a pohotové likvidity odvětví přesahuje doporučenou minimální hranici. V následujících tabulkách je srovnání likvidit podniku a odvětví.

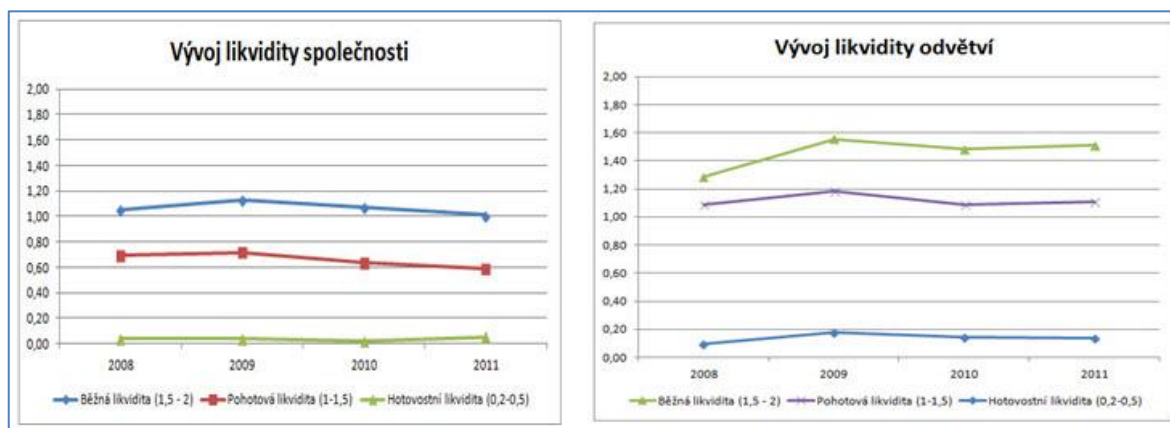
Tabulka 28 Ukazatele likvidity podniku [vlastní zpracování]

Společnost	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita (1,5 - 2)	1,06	1,13	1,07	1,01
Pohotová likvidita (1-1,5)	0,69	0,72	0,64	0,59
Hotovostní likvidita (0,2-0,5)	0,04	0,04	0,02	0,05
ČPK/OA	5,25%	11,19%	6,79%	0,86%
ČPK/A	4,24%	8,55%	5,04%	0,59%

Tabulka 29 Ukazatele likvidity odvětví [vlastní zpracování]

Odvětví	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita (1,5 - 2)	1,29	1,55	1,48	1,51
Pohotová likvidita (1-1,5)	1,09	1,18	1,09	1,11
Hotovostní likvidita (0,2-0,5)	0,09	0,18	0,15	0,14

Navzdory snižujícímu se výsledku hospodaření zůstává vývoj likvidity ve společnosti téměř konstantní a nedochází k výrazným propadům. Stejně jako likvidita ve společnosti, tak i likvidita v odvětví se nevyvíjí negativním trendem.



Obrázek 60 Vývoj likvidity společnosti a odvětví [vlastní zpracování]

Zdroj: Účetní závěrka 2008 – 2011; Finanční analýza podnikové sféry, 2011

### Analýza rentability

Rentabilita tržeb ani výnosů není nijak vysoká (pohybuje se okolo 2 %), nicméně je pozitivní, že i navzdory krizi zůstala v kladných hodnotách. Výraznější propad můžeme sledovat u rentability celkového kapitálu ROA, který se propadl z 9,35 % (2008) na hodnotu 4,82 % (počítáno z EBIT). Rentabilita vlastního kapitálu ROE se za sledované období snížila z 11,19 % (2009) na 0,86 % (2011).



žila z 32,1 % na 13,96 % (počítáno z ČZ). ROA v odvětví se pohybuje okolo úrovně 5 %, dochází rovněž ke snížení, které je velice mírné v posledních 3 sledovaných letech. ROE odvětví dosahuje, kromě roku 2011, polovičních hodnot oproti analyzované společnosti. I přesto můžeme ROE odvětví v období krize hodnotit za velice pozitivní výsledek.

*Tabulka 30 Vývoj rentability společnosti [vlastní zpracování]*

Společnost	2008	2009	2010	2011
Rentabilita tržeb	2,28%	1,94%	1,88%	1,66%
Rentabilita výnosů	2,80%	2,35%	2,06%	1,81%
Rentabilita celkového kapitálu ROA	9,35%	6,75%	5,17%	4,82%
Rentabilita úplatného kapitálu	20,42%	14,32%	12,39%	10,38%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	32,10%	21,23%	19,03%	13,96%

*Tabulka 31 Vývoj rentability odvětví [vlastní zpracování]*

Odvětví	2008	2009	2010	2011
Rentabilita tržeb	2,79%	2,12%	1,86%	2,08%
Rentabilita výnosů	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Rentabilita celkového kapitálu ROA	11,46%	5,32%	5,07%	5,26%
Rentabilita úplatného kapitálu	20,41%	9,77%	9,70%	10,25%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	19,91%	11,31%	10,09%	10,86%

### **Analýza aktivity**

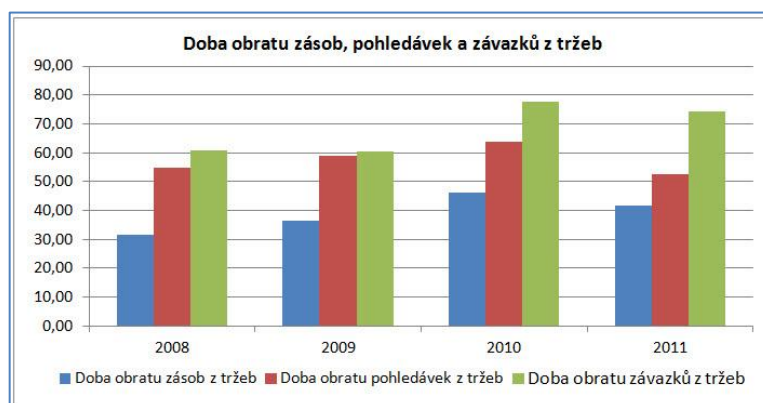
Obrat celkových aktiv počítaný z tržeb i výnosů se v rámci společnosti postupně snižuje (kumulovaně o necelou jednu obrátku). Situace v odvětví je podobná, tendence poklesu není tak výrazná a na konci sledovaného období má společnost obrat celkových aktiv mírně vyšší než odvětví, což je dobré. Hodnota tohoto ukazatele je v obou případech (počítáno z tržeb i výnosů) vyšší jak jedna (2,44 a 2,66 za roku 2011), což je žádoucí (z 1 Kč majetku je dosahována alespoň 1 Kč tržeb, resp. výnosů). Z takto vysokého obratu aktiv je možné soudit, že společnost svá aktiva využívá dobře a efektivně a není třeba přistupovat k jejich odprodeji. V aktivech je započítán i velký podíl DFM, který je „zatěžuje“, což se projevuje i v rentabilitě aktiv. Doba obratu zásob z tržeb vyjádřená ve dnech se za sledované období zvýšila ze 32 na 42 dnů, odvětví si udržuje hodnotu okolo 27 - 30 dnů. Společnost svoje zásoby neřídí stejně efektivně jako průměr odvětví. Doba obratu pohledávek z tržeb je

o pár dnů nižší (2 - 10 dnů) než doba obratu závazků z tržeb, což svědčí o tom, že společnosti se daří pohledávky vymáhat rychleji a nemusí tak platit dříve než jí je zapláceno – teoreticky odpadá nutnost přefinancování tohoto období krátkodobými úvěry. Tato skutečnost také svědčí o její síle na trhu, dobré obchodní politice a postavení vůči obchodním partnerům.

Tabulka 32 Srovnání obratovosti podniku a odvětví [vlastní zpracování]

	2008		2009		2010		2011	
	Firma	Odvětví	Firma	Odvětví	Firma	Odvětví	Firma	Odvětví
Obrat celkových aktiv z tržeb	3,16	2,81	2,72	2,23	2,34	2,26	2,44	2,20
Obrat celkových aktiv z výnosů	3,34	xxx	2,87	xxx	2,51	xxx	2,66	xxx
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	31,53	27,75	36,61	27,35	46,27	29,00	41,61	29,91
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	54,72	0,00	58,99	0,00	63,86	0,00	52,55	0,00
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	60,65	46,58	60,31	49,16	77,81	57,51	74,14	59,35
Obratovost pohledávek	6,58	xxx	6,10	xxx	5,64	xxx	6,85	xxx
Obratovost závazků	5,94	7,73	5,97	7,32	4,63	6,26	4,86	6,07

Pozn.: kr. pohledávky jsou ve výkazech spojeny s dlouhodobými, proto jsem je nepočítal, došlo by k odlišným výsledkům.



Obrázek 61 Doba obratu zásob, pohledávek a závazků z tržeb za sledované období 2008 – 2011 [vlastní zpracování]

Zdroj: Účetní závěrka 2008 - 2011

### Další poměrového ukazatele

Následující tabulka shrnuje nejdůležitější poměrové ukazatele firmy. Především ve vztahu k zaměstnancům si je potřeba uvědomit, že výsledky v roce 2011 jsou „zhoršeny“ díky opětovnému příjmu 45 zaměstnanců.

Tabulka 33 Další poměrové ukazatele [vlastní zpracování]

Ukazatel (v Kč nebo jednotkách)	2008	2009	2010	2011
Přidaná hodnota / Počet zaměstnanců	709 578	748 462	701 823	617 083
Tržby / počet zaměstnanců	12 746 075	14 328 873	14 880 149	13 280 238
Osobní náklady / počet zaměstnanců	368 913	390 236	448 093	399 978
Výkonová spotřeba / Výkony	2,23	1,79	1,12	1,01
Osobní Náklady / Výnosy	0,78	0,70	0,54	0,47
Odpisy / Výnosy	0,00	0,00	0,00	0,01
Nákladové úroky / Výnosy	0,00	0,00	0,00	0,00
Přidaná hodnota / Výnosy	0,05	0,05	0,04	0,04
Osobní náklady / Přidaná hodnota	0,52	0,52	0,64	0,65
Odpisy / Přidaná hodnota	0,04	0,07	0,11	0,12
Nákladové úroky / Přidaná hodnota	0,05	0,05	0,04	0,04
VH před zdaněním / Přidaná hodnota	0,48	0,43	0,43	0,38

### Vyhodnocení výsledků finanční analýzy

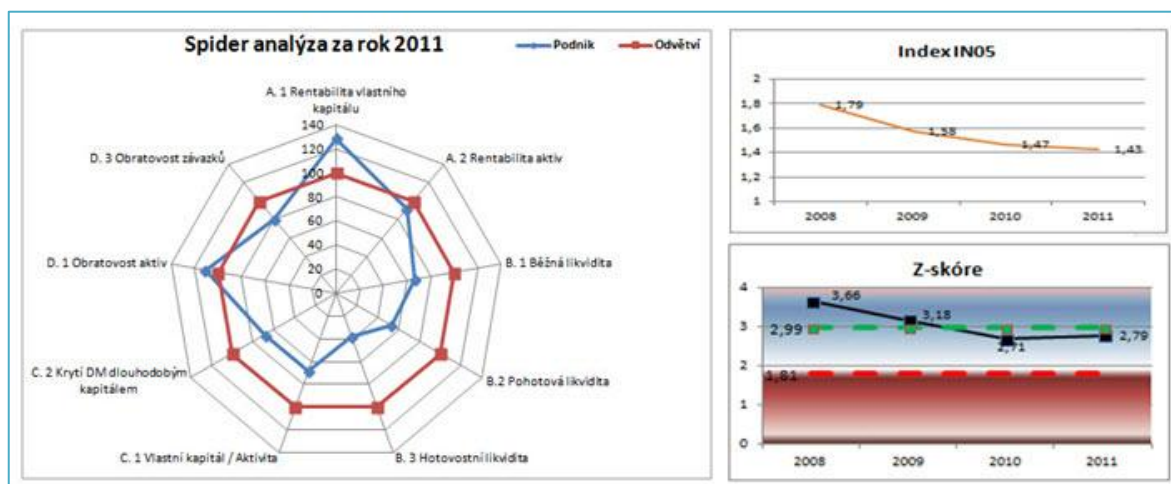
Závěr z finanční analýzy je prezentovat pomocí Spider analýzy, souhrnného Z-skóre a indexu IN-05.

**Spider analýza.** Spider analýza, základní rozbor poměrových ukazatelů (zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity), nám za rok 2011 jednoznačně signalizuje, že podnik dosahuje velice dobrých výsledků, srovnatelných, v některých případech lepších, než je stav odvětví. Kladný výsledek hospodaření má pozitivní dopad na likviditu a rentabilitu. Naopak hotovostní likvidita je nejméně pozitivním ukazatelem ze Spider analýzy. Vyjednávací a obchodní síla podniku je natolik vysoká, že by to v krátkém horizontu nemělo mít vliv na stabilitu podniku.

**Souhrnné ukazatele Z-skóre a index IN05.** Z hlediska dosažených hodnot Altmanova Z-skóre se společnost nachází ve velice dobré finanční situaci, ve všech 4 sledovaných letech se nachází nad úrovní 2,7, v roce 2008 to bylo i 3,66. Tento propad zapříčinil především pokles tržeb a následné snížení ukazatelů EBIT a EAT v poměru k celkovým aktivům.

Podle indexu IN05 se podnik nachází v tzv. šedé zóně, která signalizuje určité nadcházející problémy. V roce 2008 byla hodnota vyšší než 1,77 a podnik tvořil podle tohoto vzorce hodnotu. Nejvýznamnější podíl na snížení hodnoty indexu IN05 mají aktiva a EBIT.

V obou případech odhaduji, že snížení je pouze dočasného charakteru, u aktiv je třeba připomenout, že podnik má výrazné investice v DFM. Investice je strategického rázu a podnik z ní profituje jiným způsobem. Myslím si, že není třeba se v současné době snižující se hodnotou indexu zatěžovat.



Obrázek 62 Spider analýza společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. v porovnání s odvětvím za rok 2011 a vývoj hodnoty Z-skóre a Index IN05 za sledované období 2008-2011 [vlastní zpracování]

### Přehled nákladů na cizí kapitál podle různých přístupů

HP Tronic ke své činnosti využívá financování krátkodobými bankovními úvěry a leasingem. Následující tabulka shrnuje výsledky různých přístupů ke zjištění nákladů na cizí kapitál. K výpočtům jsem používal jednak výnosy 10letých českých státních dluhopisů emitovaných vždy v poslední emisi daného roku a údaje ze stránek Damodaran.com. Pro výpočet nákladů z BÚ u metody vážených průměrných nákladů cizího kapitálu jsem využil efekt daňového štítu podle příslušné daňové sazby.

Tabulka 34 Přehled nákladů na CK podle různých metod [vlastní zpracování]

	2008	2009	2010	2011
Přibor + riziková přírážka	6,02%	3,48%	3,08%	3,00%
Vztah nákladových úroků a BÚ	4,35%	3,10%	2,35%	2,62%
Bezriziková sazba 10Y bondů	6,10%	6,35%	5,13%	5,98%
Vážené prům. N CK	4,77%	4,27%	3,80%	3,74%

### Přehled nákladů na VK podle různých přístupů

Výsledky získané výše uvedenými metodami jsou shrnuty do následující tabulky a zprůměrovány na hodnotu nákladů na vlastní kapitál. Komplexní stavebnicová metoda pro nedostatek dat není využita.

*Tabulka 35 Přehled nákladů na VK dle různých metod [vlastní zpracování]*

	2008	2009	2010	2011
CAMP	10,93%	8,22%	7,32%	6,63%
Rentabilita v odvětví	19,91%	11,31%	10,09%	10,86%
Odvoení z Nck	6,85%	5,60%	4,85%	5,12%
Stavebnicový model	12,07%	18,53%	18,53%	17,88%
Komplexní stavebnicové modely	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Průměrná hodnota Nvk	12,44%	10,91%	10,20%	10,12%

### Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC)

Pro výpočet nákladů na cizí kapitál bylo využito údajů z metody vážených průměrných nákladů na cizí kapitál a pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bylo využito zprůměrovaných hodnot z metody CAMP, rentability v odvětví, odvození z nákladů cizího kapitálu a stavebnicového modelu.

*Tabulka 36 Výpočet WACC [vlastní zpracování]*

	2008	2009	2010	2011
Nck	4,77%	4,27%	3,80%	3,74%
Nvk	12,44%	10,91%	10,20%	10,12%
CK / C (počátek roku)	0,74	0,77	0,70	0,70
VK / C (počátek roku)	0,23	0,23	0,25	0,23
WACC podniku	6,35%	5,75%	5,17%	4,93%
WACC odvětví	9,75%	15,13%	14,52%	13,87%

V reálné praxi si podnik půjčuje za 3 – 3,5 % u všech bankovních ústavů.

## **PŘÍLOHA P III: EVROPSKÁ DLUHOVÁ KRIZE A JEJÍ DOPADY NA SVĚTOVOU EKONOMIKU – CHRONOLOGICKÝ VÝVOJ**

Mezi významné mechanismy a instituce k řešení dluhové krize patří **Evropský fond finanční stability (EFSF)**, **Evropská centrální banka (ECB)**, **Mezinárodní měnový fond (MMF)**, **Světová banka**<sup>13</sup> a **společné evropské dluhopisy**. Evropská centrální banka je systémem 17 centrálních bank tvořených centrálními bankami zemí eurozóny s cílem podpory cenové stability a hospodářské politiky. Jejím úkolem by měla být i emise společných evropských dluhopisů, coby dalšího nástroje řešení krize se zárukou celé eurozóny. ECB a EK ve společném programu s MMF spolupracují při řešení krize na globální úrovni. V rámci několika opatření byla již poskytnuta pomoc Řecku, Portugalsku a Irsku. V prosinci 2011 se země eurozóny zavázaly MMF poskytnout další zdroje až do výše 150 mld. euro. Od ledna 2012 MMF v rámci svých 14 opatření v Evropě poskytl 120,6 mld. eur, o 36,4 % ze svých použitelných zdrojů více. V současné době je tato organizace v nevídané situaci, kdy půjčuje především zadluženým vyspělým, nikoliv rozvojovým nebo jinak transformujícím se ekonomikám. (International Monetary Fund, 2012; The European Central Bank, 2012)

Zadlužené evropské ekonomiky v současné době nejvíce spoléhají na Evropský fond finanční stability (EFSF). EFSF je podpořen záručními závazky ze členských států eurozóny v celkové výši 780 mld. eur a má úvěrovou kapacitu 440 mld. eur. Po navýšení na 1 bilion eur je pravděpodobné, že procentuální podíly jednotlivých zemí zůstanou nezměněny - největší podíl záruk nese Německo (27,1 %) a Francie (20,3 %). Záchraněmu fondu byl přidělen nejlepší možný rating od Moody's (Aaa) a Fitch (AAA), Standard & Poor's sniži-

---

<sup>13</sup> Světová banka je jednou z nejvlivnějších institucí světa s cílem ochrany chudého světa. Jejími členy je 188 zemí s vyčleněným portfoliem 57 miliard dolarů pro rok. Přemrštěné idealistické cíle byly formulovány koncem 2. světové války spolu s MMF, poté co se jí znovu obnovit stabilitu v Evropě a Japonsku.. Oproti MMF, který poskytuje finanční stabilitu vládám, se Světová banka má teoreticky věnovat rozvojovým projektům jako je stavba přehrad, silnic, škol a farem. Bance chybí jasná vize pro 21. století, která spolu s nárůstem počtu projektů a spravovaným portfoliem přebujela do korupce a zametání problémů „pod koberec“. K auditu ve světové bance nemá oprávnění žádná jiná agentura. V roce 2005 prezident USA Geogre W. Bush pověřil vedením banky a bojem proti korupci Paula Wolfowitz. Wolfowitz a jeho následovník Robert Zoellick vyloučily rekordní počet zaměstnanců i firem (například německý Siemens). Současným problémem Banky je, že začala půjčovat zemím se středně vysokými příjmy (Brazílie, Rusko, Indie, Čína), které mají přístup k penězům i na jiných trzích. Příkladem je Čína, které pohrozila v roce 2007, že si přestane půjčovat, pokud banka nezmírní svůj protikorupční plán. Skrz Čínu tečou výrazné finanční částky v podobě darů například do Afriky a Čína si tak zajišťuje lepší pozici na mezinárodním poli. Jeden z bývalých ředitelů banky se o ní vyjádřil jako o blázinci, který si řídí sami chovanci. (Forbes, 2012)

lo rating na AA+. Od poloviny roku 2013 bude uveden v činnost Evropský mechanismus stability (ESM), jež bude navazovat na EFSF. Důraz se klade na udržitelnou míru zadlužení a více donucovacích opatření (např. automatické sankce při porušení pravidel). ESM se snaží v podstatě snížit pravděpodobnost vzniků budoucích krizí. Celkové hodnocení nového mechanismu bude provedeno Komisí ve spolupráci s ECB v roce 2016. I přes odpor Německa bude EFSF a ESM fungovat zpočátku souběžně. V rámci stávajícího mechanismu EFSF byly zatím poskytnuty půjčky Irsku a Portugalsku. (EFSF, 2011; EFSF, 2012; European Commission, 2012)

Mnozí ekonomové a euroskeptici (např. Václav Klaus) vytýkali Evropské unii, že je spíše politickým než ekonomickým projektem. V poslední době šířící se krize je tento názor slyšet čím dál častěji a hlasitěji. (Esperza, 2010; Lubbers, Scheepers, 2010) Žili jsme na dluh, který se vždy odsouval o patro výše a věřitelem poslední instance se stávaly banky, posléze státy a nyní je to ECB. V **červenci 2011** se prohlubovaly problémy nehomogenního evropského celku způsobené rozdílnými výkonnostmi ekonomik. Německo-skandinávský model potřeboval pro svůj bezproblémový chod zvýšit úrokové sazby, které ECB zvýšila pro všechny země eurozóny, včetně Řecka. Angela Merkelová v německé televizi ARD rovněž připustila, že v případě Řecka je třeba účast soukromých věřitelů až do výše 30 mld. eur. Ta musí být dobrovolná, aby ji ratingové agentury uznaly. Řecko čerpalo první balíček 3letého úvěru od MMF v objemu 110 mld. EUR. (FT, 2011; Marek, 2011)

V **srpnu 2011** ECB intervenovala na trhu italských a španělských dluhopisů. Zásahy byly pouze dočasného charakteru, protože se u investorů po snížení amerického ratingu prohloubily obavy z návratu recese. (Tinl, Strouhal, Volf, 2011)

Začátkem **září 2011** ECB zdvojnásobila nákupy dluhopisů problémových zemí, efekt se bohužel nedostavil. Naopak německý a americký desetiletý výnos se propadl pod hranici 2 %. 5. 9. 2011 se napětí na trzích prohloubilo po výroku šéfa největší německé banky Deutsche Bank Josefa Ackermanna, který řekl, že by řada evropských bank těžko ustála restrukturalizace dluhů. 15. 9. 2011 se nejvýznamnější centrální banky (ECB, USA, Švýcarska, Japonska) spojily, aby pomohly evropským komerčním bankám. Ceny jejich akcií prudce klesly při spekulacích o příliš velké zainteresovanosti v řeckém dluhu. K dolarovým intervencím prostřednictvím 3 měsíčních úvěrů došlo 12. 10., 9. 11. a 7. 12. 2011. Tento krok odvrátil krizi bankovního sektoru vyspělých ekonomik Německa a Francie. (Bureš, 2011; ČTK 2011)

**V říjnu a listopadu 2011** se začíná otevřeně mluvit o dopadající krizi na Itálii. 7. 11. 2011 se výnosy italských 10letých dluhopisů se pohybovaly na neudržitelné hranici 7 % a ke snížení výnosových úroků nepomohly ani další dočasné masivní intervence nového šéfa ECB Draghiho. ECB v posledních 3 měsících nakoupila dluhopisy za cca 100 mld. euro (většinu z nich italských). Díky vysokému zadlužení musí i Francie přijímat úsporná opatření. Za roky 2012 a 2013 chce ušetřit a získat celkem 18,6 mld. euro a do roku 2016 chce dosáhnout vyrovnaného rozpočtu. Má v plánu snížit deficit státního rozpočtu na 4,5 % (2012) a 3 % (2013). Do roku 2017 navrhuje zvýšit věk odchodu do důchodu ze 60 na 62 let (Vinel, 2011), dočasně zvýšit korporátní daně o 5 % z příjmů pro firmy s obratem přes 250 milionů euro, zvýšit nižší sazbu DPH z 5,5 % na 7 % s některými výjimkami. Rok 2012 byl pro ni nejtvrdějším rokem od konce 2. světové války. Podle studie institutu Lisabon Council z roku 2011 je Francie neschopná rychlé ekonomické adaptace a stav její ekonomiky by měl být poplachem všech zemí eurozóny. Zpráva „Euro Plus Monitor“ umístila Francii na 13. příčku v eurozóně z hlediska celkového zdraví ekonomiky (potenciál růstu, zaměstnanost, spotřeba) a na 15. místo v hodnocení ekonomické adaptace (snižování rozpočtových deficitů a omezování růstu nákladů na pracovní sílu). Francie se podle kritérií nachází blíže Španělsku a Itálii než k zemím s ratingem AAA. To potvrzuje i Nouriel Roubini, který popsal stav francouzského dluhu jako jen o něco lepší než zemí PIG. (Fofana, 2011). Její 10leté dluhopisy se staly více rizikové a výnos 3,52 % překonal rekord z května 2011. Alarmující bylo zejména tempo růstu rizikové premie. V návaznosti na uvedenou studii se ozývaly z Německa hlasy, že ECB by se měla stát věřitelem poslední instance. Angela Merkelová je ochotna vzdát se části národní suverenity ve prospěch centralizovaných institucí, které podpoří euro. Byla by ale potřeba měnit evropské smlouvy. Dlouhotrvající neřešené spory a nedůvěra na trzích se podepsala v podobě slabé poptávky i na německé aukci dluhopisů dne 24. 11. 2011. Investoři raději v danou dobu půjčovali konzervativním Britům, což se až na malé výjimky stalo naposledy v roce 2000. Tomuto vývoji nahrávala i skutečnost, že se Merkelová ostře ohradila proti společným dluhopisům eurozóny. Společně s Francií a ostatními ekonomikami podporuje ECB, coby věřitele poslední instance, který by měl neomezeně kupovat státní dluhopisy nebo alespoň, jak požaduje Francie, garantovat jejich nákupy evropským záchranným fondem EFSF. (Bureš, 2011; Mikulka, Akrman, Strouhal, 2011; Patria Online 2011; Tinl, Akrman, Strouhal, 2011, Volf, Mikulka, Tinl, 2011)



Na konci **listopadu 2011** Evropská komise představila návrh společných dluhopisů jako náhrady za dosavadní státní půjčky. Německo nechtělo připustit, aby problémové země těžily z jeho nejlepšího ratingu a odkládaly potřebné reformy, muselo by také nést hlavní část eurobondů na svých bedrech a půjčovalo by si za dráž než nyní. Šéf Standard and Poor's oznámil, že eurobondy by získaly rating podle nejslabšího člena. Garantuje-li na dluhopisu Německo 27 %, Francie 20 %, Řecko 2 %, dluhopis by se ohodnotil řeckým ratingem. Rovněž zamítlo návrh souběžného fungování fondů EFSF a ESM. (Akrman, 2011)

V **prosinci 2011** měl francouzský prezident Sarkozy svoji klíčovou předvolební řeč, ve které vyzval Evropu k jednotné integraci a nové ekonomické éře. Vzkázal Německu, že nevidí rozdíl mezi národní a unijní politikou, snaží se chránit euro a Evropu a doporučuje přijmout společné evropské dluhopisy. (Barsan, 2010) Rovněž Německo již delší dobu podporovalo jednotu Evropy, avšak přišlo s konkrétními kroky – dodržování původních kritérií pro vstup do eurozóny, snížení ročního povoleného schodku na 2 % HDP, limit pro vyšší veřejného dluhu 60 % HDP, jednu fiskální unii, ale odmítlo zavedení „společné popelnice“ na dluhy. 8. 12. 2011 byla uzavřena dohoda o zpřísnění fiskální disciplíny a zavedení automatických sankcí za porušení těchto pravidel. (Mikulka, Strouhal a Tinkl, 2011; Strouhal, Akrman a Tinkl, 2011)

Na **konci roku 2011** se na akciovém trhu negativně podepsalo neočekávané zveřejnění výsledků zátěžových testů bankovního sektoru. Evropské by podle výsledků potřebovaly kapitál v celkové hodnotě 114 mld. euro. Z toho je potřeba 13,1 mld. euro pro Německo (říjnový odhad byl 5,2 mld. euro) a 7,3 mld. euro pro Francii (říjnový odhad 8,8 mld. euro). Řecko v té době potřebovalo 30 mld., Španělsko 26,2 mld. a Itálie 15,4 mld. euro. ECB, aby uklidnila trhy a podpořila růst v eurozóně, nabídla bankám dodatečnou likviditu v podobě neomezeného objemu 3letých záchranných půjček. Snížil se i kolaterál ze 2 % na 1 %. Úrokové sazby ECB poklesly na 1 %. I přes to německá Commerzbank ztratila 10,7 % a francouzská SG 7,2 % na akciovém trhu. Commerzbank potřebovala 5,3 mld. euro, Deutsche Bank 3,2 mld. euro, SG 2,1 mld. euro, BNP Paribas 1,5 mld. euro. (Strouhal, Mikulka a Tinkl, 2011)

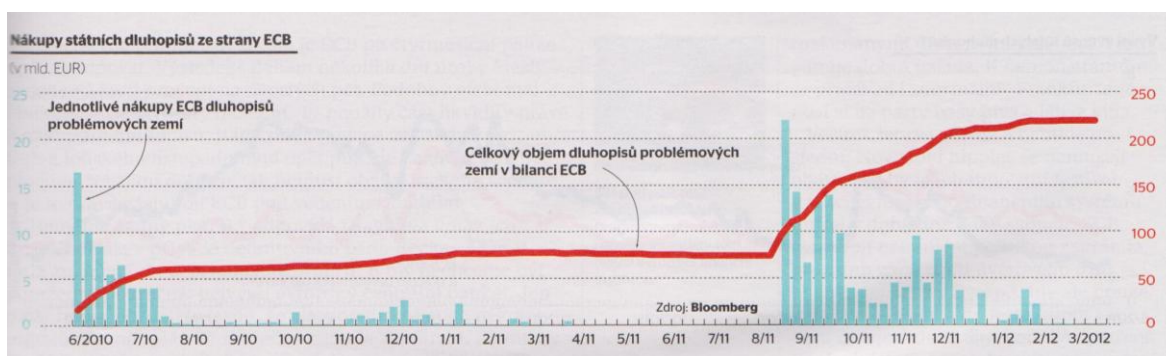
V **lednu 2012** Mario Draghi vyvrátil, že by banky půjčené levné peníze ukládaly zpět do ECB – ve skutečnosti se tak dělo. Německo s postupem ECB nesouhlasilo a otevřeně mluvilo o ztrátě nezávislosti, pokud vstupuje do oblasti fiskální politiky. Francii se nepodařilo obhájit svůj prestižní rating na AA+ od agentury Standard and Poor's. Spolu s Francií

byl snížen rating i EFSF. I přes tuto událost byly francouzské aukce dluhopisů úspěšné. (Strouhal a Akerman, 2012)

Na konci **února 2012** ECB spustila 2. kolo půjček neomezeného množství peněz s 1% úrokem. V prvním kole v prosinci půjčila 523 bankám úvěry za 489 mld. EUR, nyní to bylo již 529,5 mld. EUR pro více než 800 institucí. Polovina institucí pocházela z Německa. Cílem druhého tendru bylo podpořit větší ochotu bank poskytovat firemní půjčky. Kritikové usuzují, že se problém řešení krize odsunul o další 3 roky a vlády nejsou tolik nuceny přijímat nepopulární reformy. ECB byla i přesto spokojena, protože na ně dosáhly i malé a střední banky. (Mikulka a Tínl, 2012)

V průběhu **března 2012** se situace opět zhoršila. 22. 3. 2012 byla na akciových trzích silný výprodejový tlak, na kterém se podepsaly výsledky PMI indexu eurozóny a znovu narůstající výnosy 10letých státních dluhopisů Francie a Itálie. Nikdo neočekával, že se krize vrátí tak brzy. Španělské bondy dosahovaly 5,5 %, italské 5 % - kritická hranice nastává při 5,7 % španělských a 5,5 % italských. Na negativním vývoji PMI se podepsal především propad indexu zaměstnanosti a nárůst cen vstupů, který byl na nejvyšší úrovni za posledních 9 měsíců a v brzké době se očekával projevením ve snížené poptávce. Jako první na tato data reagovaly silně negativně burzovní indexy DAX a SP 500. Německo rovněž připustilo navýšení svých garancí v evropských stabilizačních mechanismech a společné fungování EFSF a ESM. Kapacita fondů by se následně navýšila z 500 mld. EUR až na 940 mld. EUR. (FT.com, 2012; XTB.cz, 2012)

Do konce března 2012 utratila ECB za nákupy státních dluhopisů celkově 220 mld. eur.



Obrázek 63 Nákupy státních dluhopisů ze strany ECB

Zdroj: Ekonom 11/2012

Začátkem **dubna 2012** se situace na trzích stabilizovala. Přispěly k tomu jednak výsledky ze zasedání ECOFINu, kde se ministři financí dohodli na společném fungování ESFS a

ESM a navýšení „záchranného polštáře“ z 500 mld. EUR na cca 800 mld. EUR, ale také zveřejněný zápis z březnového zasedání FEDu. V průběhu měsíce došlo na evropském dluhopisovém trhu opět k nárůstu úroků 10Y dluhopisů Španělska a Itálie na hodnoty před první výrazné zásahy ECB (od prosince 2011). Mario Draghi uklidnil trhy výrokem, že situace je stabilní a je předčasné tvořit jakoukoliv „Exit strategii“. Neobával se ani inflace, za největší problém v eurozóně považoval trh práce. (The Telegraph, 2012) Itálii se i přes zvýšené výnosové úroky dluhopisů podařila dobrá aukce bondů splatných v roce 2015, 2020 a 2023. (cyrrus.cz) Euro i libra po této zprávě posiluje vůči dolaru. Na konci měsíce ratingová agentura Standard and Poor's snížila Španělsku rating z A na BBB+ s negativním výhledem (dlouhodobý) a krátkodobý sovereign credit rating z A1 na A2. Agentura měla obavy z dluhové spirály, která se objevila v případě Řecka (úspory podvazují růst ekonomiky). (Standard and Poor's, 2012) Členové rady se na březnovém zasedání FEDu vyjádřili optimisticky k výsledkům z amerického trhu práce a rovněž uvedli, že nevidí důvod k 3. kolu kvantitativního uvolňování. Tento názor byl částečně v rozporu s vyjádřením Bena Bernankeho, který v březnu 2012 uvedl, že nevěří v kontinuální lepší vývoj na pracovním trhu. V návaznosti na tento komentář rostly i akciové indexy včetně S&P 500, který v tomto měsíci poprvé dosáhl hodnot srovnatelných s hodnotami před pádem investiční banky Lehman Brothers (14. 9. 2009). (Harding, 2012) Na devizovém trhu zpevňoval dolar jak vůči euru, tak i libře a japonskému jenu, který byl podroben největším spekulacím útokům od roku 2007 (net short kontrakty na jen k 27. 3. 2012 činí 67 tis. kontraktů). (Tyleček, 2012) K pozitivnímu vývoji dolaru přispěl růst indexu ISM (index pro americký výrobní sektor) na 53,4 bodů. Struktura byla hodnocena jako mimořádně zdravá, i přesto, že nové objednávky klesly o 0,4 % oproti minulému období, hodnoty produkce a zaměstnanosti vzrostly o necelá 3 % (předčily očekávání). (Schmidt, 2012) V reakci na to, že čínská ekonomika zpomalovala, oficiální inflace byla vysoká (3,6 %) a neoficiální ještě vyšší, čínská centrální banka nemohla přistoupit ke kvantitativnímu uvolňování, FED oznámil, že je připraven jednat a zmínil i konkrétní nástroje pomoci (např. nákupy státních dluhopisů). Trhy také uklidnil zveřejněnou ekonomickou predikcí, kde oproti lednu byla optimističtější výhled jak na trhu práce, tak i vývoj HDP do roku 2014. Klíčovým fundamentem byla prognóza vývoje úrokových sazeb, která se od ledna výrazně zlepšila a pro rok 2014 plánuje úrokové sazby zvýšit ze stávající hodnoty mezi hodnoty 2 – 3 %. (Nicolaci da Costa a Felsenthal, 2012; Federal Reserve, 2012)

**Začátkem května 2012** se výrobnímu sektoru americké ekonomiky dařilo nad očekávání. Předpokládalo se pokles ISM indexu z dubnové hodnoty 53,4 b. na 53 b., avšak hodnota indexu 54,8 b. výrazně překvapila a pomohla k růstu dolaru. Struktura růstu indexu byla zdravá, nové objednávky vzrostly o 3,7 %, produkce o 2,7 % a zaměstnanost o 1,2 %. (Tanzi, 2012) V průběhu května na americkou a asijskou ekonomiku dále dopadala evropská dluhová krize, kterou trápila především vysoká nezaměstnanost s dlouhodobě negativním dopadem na kurz eura. V reakci na negativní vývoj na evropském kontinentu se pro uvolnění měnové politiky v USA vyslovilo již více členů FEDu. (Peterson a Hilsenrath, 2012) Euro, akciové indexy a dluhopisový trh po povedené aukci španělských a francouzských státních dluhopisů ze začátku května stagnovaly. V polovině května se pro Evropu (s dopadem na USA) staly obavy z řeckých voleb, kdy se nepodařilo sestavit vládu a hrozilo, že parlament ovládne radikální levicová strana Syriza, která chtěla revidovat podmínky splátek dluhu u EU a MMF. (Hope a Stevenson, 2012) Tato nejistota prolomila dlouhodobě drženou hranici EUR/USD pod 1,29 a negativně se podepsala na strmém růstu výnosů ze španělských a italských dluhopisů. Koncem měsíce se situace na akciových, dluhopisových i devizových trzích zhoršila po zveřejnění žádosti Španělska o finanční pomoc. Akcie Bankie, 2. největší španělské banky, ztratily od začátku jejího obchodování 13 % a španělská vláda přiznala, že nemá peníze na rekapitalizaci dluhu. Na 12. největší ekonomiku světa a 4. eurozónu dopadla špatná expozice úvěrů na nemovitosti a řecká dluhová krize. Pozitivní zprávou bylo, že žádost se vztahovala pouze na sanaci bankovního sektoru, nikoliv rozpočtového schodku. MMF odhadoval, že bude potřeba 40 – 90 mld. EUR ze 440 mld. EFSF fondu. Fond do španělských bank vložil dluhopisy bez zvýšení kapitálu, tyto dluhopisy pak posloužily jako kolaterál při získání likvidity od ECB. Španělsko se tak stalo po Irsku, Řecku a Portugalsku 4. zemí, která žádalo EU o pomoc. Zůstal by jí zatím přístup k financování na kapitálových trzích. (Johnson, Jenkins a Barker, 2012; Taylor a Baker, 2012) Uprostřed rostoucích obav o budoucnost eura ECB konstatovala, že ani jedna z 8 zemí, u kterých se předpokládá přijetí eura, na to nebyly připraveny, a to z hlediska kompatibility právního rámce. Těmito zeměmi byly Bulharsko, Česká republika, Lotyšsko, Litva, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Švédsko. Pouze Velká Británie a Dánsko by splňovaly podmínky. (BBC News, 2012)

V **červnu 2012** pokračovala nedůvěra velkých spekulantů v euro, dy se evropská měna už počtvrté v řadě propadla na nejnižší úroveň v historii (- 213 tis. pozic k 5. 6. 2012). (Tyleček, 2012) Nedávný nárůst aktivity v USA byl přímým důsledkem několika obchodních

výhod. Například v oblasti výroby se staly stagnující dělnické mzdy levnějšími než v rozvíjejících se asijských ekonomikách. Díky zvyšování produktivity a dlouhodobě znehodnocujícímu se dolaru, jsou náklady na amerického dělníka dnes levnější o 5 % než v roce 2000. Průměrné evropské mzdy naopak v dolarovém vyjádření vzrostly o 13 % (ve Španělsku o 27 % a Itálii o 33 %). Výsledkem bylo, že americké společnosti jako General Electric Co., Ford Motor Co. a Boeing Co. se stěhují z Číny a Mexika zpět do Ameriky. Další nespornou výhodou USA je revoluce získávání zemního plynu. Díky technologii hydraulického štěpení se Severní Americe snížila cena plynu na 2 USD za mil. BTU, zatímco Evropa je nucena platit 9 USD a Asie 18 USD za mil. BTU. (Ablin, 2012) Na evropském kontinentu dále převažovala negativní nálada. Investoři a ratingové agentury se obávali výsledku řeckých voleb, což se projevovalo i dramatickým zvýšením výnosů španělských 10Y bondů. Španělská vláda dále odmítala, že by potřebovala pomoc i ke krytí vládního deficitu. Steen Jakobsem, hlavní ekonom Saxo Bank, namítal, že myšlenka sanace pouze bankovního sektoru nedává smysl, protože země měl problémy i na nemovitostním trhu, jež se odrážel i v rozpočtovém deficitu. I přesto Španělsko navrhlo, aby fond EFSF poskytoval prostředky rovnou bankám. Proti tomuto návrhu vystoupilo hlavně Německo, jež se snažilo prosadit bankovní unii, která by podle slov kancléřky Merkelová byla krokem vpřed k politické unii. (Buergina a Czuczka, 2012; Ross-Thomas a Penty, 2012) Lídři G-7 chtěli společně pomoci Řecku a Španělsku ke stabilizaci veřejných financí. Barack Obama a Jun Azumi (japonský ministr financí) požádali evropské představitele, aby pro řešení krize udělali více. (Sills a Otsuma, 2012) Draghi v tomto měsíci upozornil, že ECB si je vědoma rizik ohrožujících ekonomiku, nadále je monitoruje, ale není zde od toho, aby vyplňovala prostor za ostatní instituce. Draghi dále uvedl, že 3. kolo 3letých půjček není nyní aktuální a chce posílit tlak na řešení krize vládními opatřeními. Na jeho slova negativně reagovaly trhy, pár EUR/USD se propadl o 0,5 % na hodnotu 1,25 a výnos španělských 10letých dluhopisů vystoupil zpět na 6,38 %, dosahovalo nejvyššího spreadu od německých bondů a náklady na pojištění dluhu byly na historických maximech. Německu poklesla výroba za duben, Španělsko zažilo největší pokles produkce za poslední 2 roky, nezaměstnanost v eurozóně dosáhla 11 % a PMI index padal rychlejším tempem, než tomu bylo v prosinci, kdy ECB snížila úrokové sazby. Šéfka MMF uvedla v rozhovoru pro švédská média, že ECB má prostor pro další snížení sazeb, Draghi podotkl, že napětí na finančních trzích jsou stále daleko od těch po pádu Lehman Brothers. (Thesing a Randow, 2012) Jak ECB, tak i FED a centrální banka Velké Británie nechaly v tomto měsíci sazby beze

změny. Opakem byla čínská CB, která překvapivě snížila sazby o  $\frac{1}{4}$  procentního bodu. Asijské burzy tak zažily negativní sentiment, který se přelíval do Evropy. Trhy padaly i po projevu Bernankeho, který informoval, že Q3 nebude tak brzy, jak trhy očekávaly. (Harding a Rodrigues, 2012) Výhled pro euro byl medvědí. ICAP Plc, největší světový zprostředkovatel transakcí mezi bankami, uvedl, že denní devizový objem obchodů na platformě EBS spadl v květnu o 25 % oproti stejnému měsíci minulého roku, denní objem obchodů činil o 19 % více než v předchozím měsíci, v přepočtu 130,8 mld. USD. Euro v posledním měsíci kleslo o 4 %, což byl nejhorší výsledek mezi 10 rozvinutými národními měnami. Dolar získal 3,2 % a Yen 0,7 %. Morgan Stanley předpověděl, že v posledním čtvrtletí euro oslabí k 1,19 za USD, UBS AG předvíдалo kurz 1,15 USD a Barclays spolu s Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ predikovaly 1,18 USD. Podle průzkumu agenturou Bloomberg naopak společná měna posílila na konci roku k 1,26 USD. (Bennett a Ciolli, 2012) Ve 2. polovině měsíce 12 rozvojových zemí (např. Čína, Brazílie, Mexiko, Indie a Rusko) oznámily navýšení příspěvků do MMF v podobě 2. ochranné linie. Čína přispěla 43 mld. USD, zbylé země pak každá po 10 mld. USD. Indický premiér se ale i přesto oával, že prostředky nebudou k řešení krize stačit. Kanada a USA se navyšování fondu zdržely, což v případě USA byl poprvé v historii. Navýšení kapacity proběhlo pod podmínkou navýšení hlasovacích práv, které v současnosti neodpovídalo změnám v rostoucích ekonomikách daných zemí. (Rastello, 2012) 20. 6. 2012 FED prodloužil operaci TWIST do konce roku 2012, aby dále podpořil americkou ekonomiku. Operace Twist spočívala v nakupování dluhopisů se splatností od 6 do 30 let výměnou za krátké bondy se splatností do 3 let, které již vlastnil. Takto chtěl vyměnit dluh v hodnotě 267 mld. USD. (Press Release FED, 2012) FED rovněž v tomto měsíci snížil odhad růstu HDP a nezaměstnanosti pro roky 2012, 2013 a 2014 a byla snížena i predikce inflace, což mohlo napovídat o dalším budoucím možném uvolňování měnové politiky. Zároveň byla výrazným způsobem posunuta směrem dolů projekce úrokové sazby pro rok 2014, která by se i v tomto roce měla držet v rozmezí 0 – 1 %. 26. 6. 2012 Španělsko a Kypr oficiálně požádaly o pomoc. O obou žádostech bylo dopředu známo. V tomto měsíci bylo 6 ze 17 zemí závislých na pomoci, tedy 1/3 eurozóny. (House a Granitsas, 2012)

Ani v **červenci 2012** se situace neuklidnila, ba naopak – výrazných problémů se propadla i americká ekonomika. V tomto měsíci uveřejněný ISM index za červen poprvé po 3 letech klesl pod hranici 50 bodů (květnová hodnota 53,5 bodů, červnová hodnota 49,7 bodů). Očekávala se pouze korekce na 52 bodů. Největší propad zaznamenal pokles počtu nových

objednávek o 12,3 %, pokles produkce o 4,6 % a pokles zaměstnanosti o 0,3 %. Pod 50 bodovou hranicí se nacházela už i Čína, Německo a Velká Británie. (Chandra 2012; Politi, Wilson a Claire, 2012) Na začátku měsíce rozhodovala o sazbách Bank of England a ECB. Obě centrální banky se rozhodly uvolnit měnovou politiku, každá jinak. BoE v průběhu měsíce zvýšila objem Asset Purchase Programme o 50 mld. liber na celkovou částku 375 mld. liber. ECB naopak snížila o 0,25 % základní úrokovou sazbu na 0,75 % a depozitní sazba klesla na 0 %. Euro i libra se na základě těchto informací ocitly pod výprodejovým tlakem na měnovém páru GBP/USD z 1,5600 na 1,5489 a EUR/USD z 1,2489 na 1,2291 – hodnota dosahuje 2letých minim). Posilování dolaru zapříčinila všudypřítomný strach z neřešení globální krize. Podle výzkumu Bloomberg Correlation-Weighted Indexes, který sleduje 10 rozvinutých národních měn, dolar posílil za poslední rok o 8,9 %, yen o 9,1 % a euro ztratilo 7,8 %. (BoE, 2012; Ciolli, 2012) Snížení depozitní sazby na 0 % mělo okamžitý dopad, vklady u ECB se po 7 měsících snížily skoro na polovinu (na 324,9 mld. EUR z 808,5 mld. EUR). ECB dosud uvolnila na trh více než 1 billion EUR v podobě 3letých levných finančních půjček, z toho 800 mld. EUR bylo uloženo zpět na jednodenní vklady u ECB. (Randow, 2012) Na počátku roku 2012 se zdály být problémy amerického pracovního trhu vyřešené, docházelo k tvorbě až 220 tisíc pracovních míst. Od 1. čtvrtletí tvorba nových pracovních míst zaznamenala značný propad především v oblasti výroby a stavebnictví. V tomto měsíci USA vytvořila pouze 90 tisíc pracovních míst. Aby USA vstřebala přírůstek nové pracovní síly na pracovním trhu, potřebovala vytvořit minimálně 150 tisíc nových pracovních míst měsíčně. Po uveřejnění těchto dat americkým úřadem práce se výprodejový tlak na americký dolar a akcie přenesl i do Evropy. Dluhopisy problémových zemí opět dosahovaly 7% hranice teprve týden po summitu EU. (Bureau of Labor Statistics, 2012; The Economist, 2012) Francie stále na rozdíl od Německa vidělo řešení krize přes společné dluhopisy. Hollande uvedl, že Francie je připravena postoupit suverenitu svým evropským partnerům, pokud to pomůže vytvořit větší ochotu sdílet finanční zátěž společné měny. Francie si je vědoma, že více solidarity potřebuje více integrace. Merkelová uvedla, že přijme evropské dluhopisy až po úspěšné hlubší politické integraci. (Deen a Connan, 2012; Viscusi a Czuczka, 2012) MMF snížil svůj 3,5% odhad růstu ekonomiky pro rok 2012 o něco málo pod uvedenou hranici. Revizi 3 měsíce starého odhadu zapříčinily především slabé investice, pokles zaměstnanosti a výroby v Evropě, USA, Brazílii, Indii a Číně. (Walker a Eddings, 2012) V návaznosti na negativní vývoj se Evropská komise dohodla se španělskou vládou na výjimce v deficitu, kdy schodek pod

3% musí dodržet až v roce 2014. Takto se situace změnila už 3x za poslední 2 roky (v roce 2012 byl schodek 6,3 % z plánovaných 5,3 %, v roce 2013 4,5 % z plánovaných 3 % a pro rok 2014 to bude již požadovaná 3 %). Pro dosažení 3% schodku plánuje Španělsko v nadcházejících 2 letech zvyšovat daně a snižovat výdaje. Celková ušetřená částka se pohybuje okolo 65 mld. EUR. Na tuto zprávy pozitivně reagovaly trhy a snížily se výnosy španělských bondů na 6,5 %. (Johnson 2012; Turner, 2012) Ve 2. polovině měsíce přišla z USA další negativní data v podobě již 3 měsíce trvajících poklesu maloobchodních tržeb. Mnozí analytici odhadovali blízké 3. kolo kvantitativního uvolňování, kterému napovídal i pesimistický projev Bena Bernankeho na půdě amerického senátu ze 17. 7. 2012. Bernanke uvedl, že snižování nezaměstnanosti bude drasticky pomalé. Cílem FEDu je stimulovat nezaměstnanost tak, aby se dostala pod 8% hranici, kde uvízla od února 2009. (Rob, 2012; U. S. Census Bureau News, 2012; Zumbrun a Torres, 2012) Současná situace se negativně projevila i na čínském trhu, kde zveřejněná čísla příliš nepotěšila investory. Čína generovala minulý měsíc přebytek 31 mld. USD (očekávání jen 24 mld. USD), tempo růstu exportu 11,3 % klesalo pomaleji, než se očekávalo (10,6 %), ale import rostl meziročně o 6,3 % a zaostal výrazně za očekávanými 11 %. (Oliver, 2012) Koncem měsíce se euro ocitlo na 11letých minimech vůči yenu a pod dlouhodobým průměrem vůči USD. Takto negativní výsledek byl způsobem tím, že Katalánie se přidala k dalším problémovým regionům Španělska a požádala vládu o finanční pomoc, a také nejistým očekáváním jak dopadne kontrola Troiky v Řecku. Spekulovalo se se, že by řecká vláda nemusela obdržet další balíček s finanční pomocí. (Brown a Nazareth, 2012; Donahue, 2012) Na základě těchto negativních zpráv výnosy amerických 10letých dluhopisů dosáhly historického minima (1,40 %), stejně jako 2roční německé bondy (0,008 %), zatímco španělské a italské rostly. Výraznou úsporu nákladů na výpůjčku u amerických bondů přinesla i operace Twist, kdy kromě 10Y bondů, byly na historických minimech i 30Y bondy (2,48 %). V roce 2007 tvořily dluhopisové portfolio FEDu ze 77 % dluhopisy s krátkodobou dobou splatností do 5 let, nyní se je snažili vyměnit za dlouhodobé. (Zumbrun, 2012)

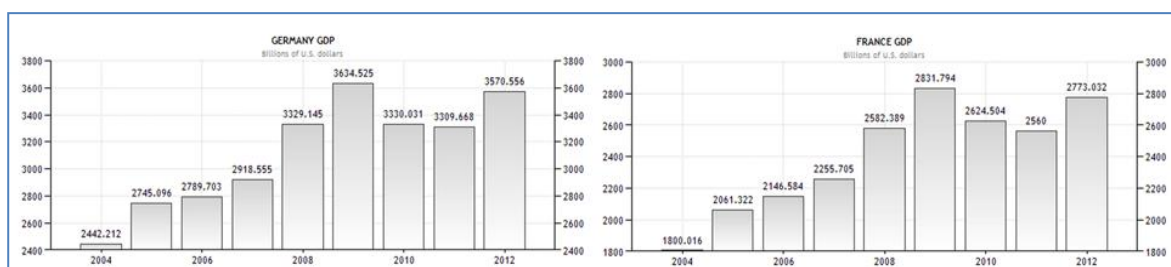
*Stejným způsobem, jako předchozí měsíce bylo pro potřeby kvalitní predikce měny analyzováno i období od srpna 2012 do března 2013. Vzhledem k omezenému rozsahu práce a záměru využití těchto informací na komerční bázi, budou jednotlivé zanalyzované měsíce k nahlédnutí pro akademické pracovníky FaME a rovněž budou bezplatně poskytnuty společnosti HP TRONIC, spol. s r.o.*



## PŘÍLOHA P IV: MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA DOMINANTNÍCH EKONOMIK EUROZÓNY

Mezi dominantní ekonomiky eurozóny lze zařadit Francii a Německo. V následujícím textu budou výše zmíněné ekonomiky podrobněji analyzovány za období 2000-2012.

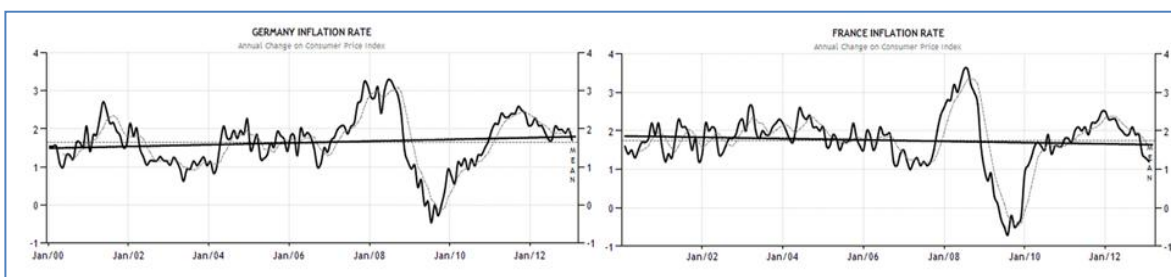
**HDP.** Na rozdíl od německé ekonomiky byl francouzský propad HDP, způsobený přísnými úvěrovými podmínkami, slabou důvěrou v ekonomiku a značným poklesem poptávky, jen necelá 4 %. Obě ekonomiky se díky silnému a dominantnímu průmyslu rychle z krize vzpamatovaly a staly se lídry výkonnosti eurozóny. (Cavalier, 2010; Country Commerce, 2011; Mishkin, 2011)



Obrázek 64 Vývoj HDP Německa a Francie v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

**Míra inflace.** Obě ekonomiky si v předkrizovém období vcelku stabilně držely hodnotu inflace do 2 %. Ve Francii se v důsledku vysoké nezaměstnanosti a omezené míře využití výrobní kapacity vyšplhala nad 3 % až v průběhu roku 2008. Docházelo k několikastupňovému zdražování cen potravin. Ve 2. polovině roku 2012 i díky prudkému snížení cen energií a potravin poklesla zpět k hodnotě 1,4 %. (National Institute of Statistics and Economic Studies, 2012)

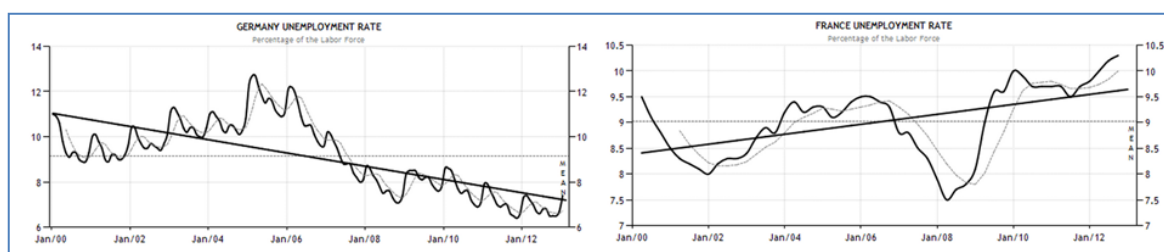


Obrázek 65 Vývoj míry inflace v Německu a Francii v období 2000-2013

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

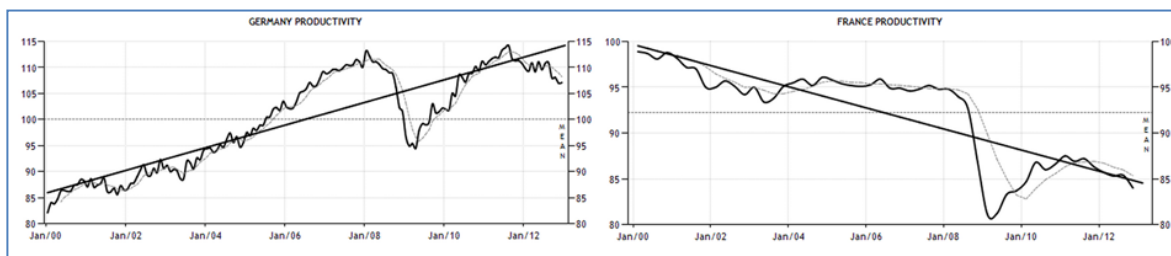
**Míra nezaměstnanosti.** Francii na rozdíl od Německa trápí vysoká míra nezaměstnanosti, která je výrazně ovlivněna nezaměstnanými vysokoškoly. Podepsalo se na ní rovněž významné zastoupení automobilového průmyslu, které je stále tvrdě zasaženo sníženou

kupní silou obyvatelstva. Situace se díky zahraničním investicím do průmyslu zlepšila. V letech 2012 a 2013 OECD předpokládá, že francouzská nezaměstnanost dosáhla svého maxima a bude v polovině roku 2013 klesat. Německo navzdory dluhové krizi v poslední době prožívá nejnižší míru nezaměstnanosti za posledních 20 let. Síla německé ekonomiky je ve správné kombinaci rozpočtových opatření a výkonném průmyslu, kde pomohla podpora zkrácených úvazků. Předseda Spolkového úřadu práce upozorňuje, že ne vždy se jedná o dobrá místa, která zajišťují potřebné životní standardy. Na druhé straně dokážou motivovat a snížit míru nezaměstnanosti. (Country Commerce, 2011; OECD, 2011; Rýznar, 2006)



Obrázek 66 Míra nezaměstnanosti v Německu a Francii v období 2000-2012

Zdroj: [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), 2013

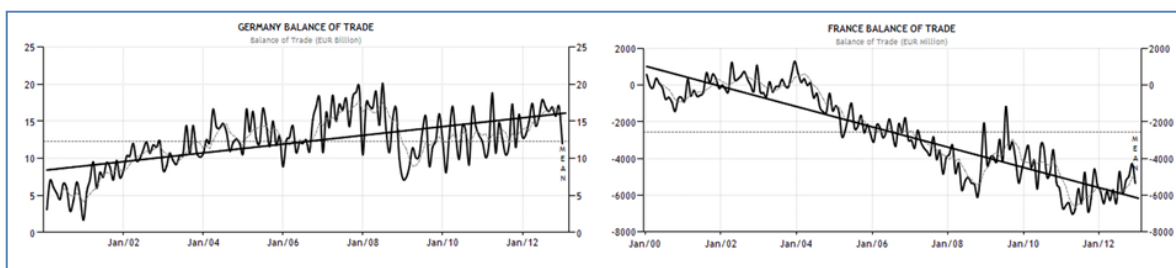


Obrázek 67 Produktivita práce v Německu a Francii v období 2000-2012

Zdroj: [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), 2013

**Obchodní bilance.** Od roku 2003 je francouzská obchodní bilance deficitní, zatížená především platbami za energetické zdroje (ropa, plyn). Hlavním problémem je cílový trh, kterým se stala eurozóna. Mezi dominantní vývozní artikly patří letadla, automobily, satelity, zemědělské a kosmetické výrobky. S růstem nákladů na pracovní sílu Francie ztratila svoji komparativní výhodu – ceny konkurující cenám německých výrobků. Země je zahraničním investicím velice otevřená, tvoří investorům různé daňové pobídky a kvalitní infrastrukturu. Přebytkovou obchodní bilanci má naopak Německo, které se přeorientovalo na rozvíjející se trhy a od roku 2003 bylo největším světovým vývozcem zboží a služeb. V roce 2009 muselo toto prvenství přenechat Číně. Zahraniční obchod a zahraniční investice patří k nejdůležitějším předpokladům hospodářského růstu, zaměstnanosti a ekonomické stabi-

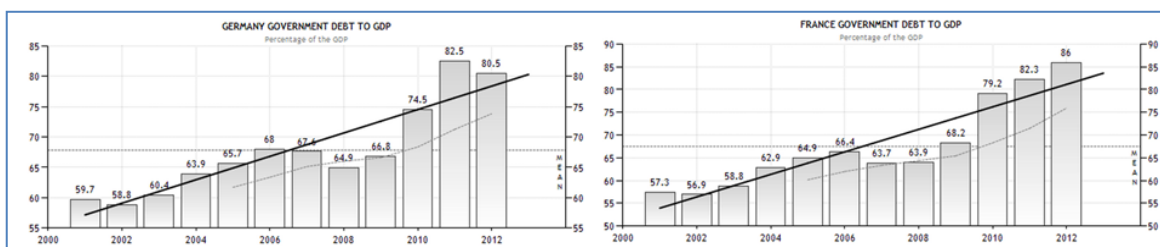
ty. Každé třetí vydělané euro v Německu je ze zahraničí, každé páté pracovní místo je závislé na zahraniční poptávce. Existuje předpoklad, že díky vhodnému zacílení odbytišť je Německo dominantní ekonomikou EU a nadále jí i zůstane. (BusinessInfo, 2011; Country Commerce, 2011; Trading Economics, 2012)



Obrázek 68 Vývoj obchodní bilance Německa a Francie v období 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

**Míra zadluženosti.** Francie a Německo spíše určují celý kurz směřování Evropské unie a jejich průměr makro-ekonomických dat je v podstatě průměrem unie jako celku. Zadluženost se v současné době pohybuje výrazně nad 60% hranicí - obě země porušují ustanovení Maastrichtských kritérií. Dlouhodobé průměry obou zemí jsou v podstatě stejné, na hranici 68 % dluhu k HDP.



Obrázek 69 Vývoj státního dluhu k HDP v Německu a Francii v letech 2000-2012

Zdroj: *tradingeconomics.com*, 2013

## **PŘÍLOHA P V: MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA PROBLÉMOVÝCH EKONOMIK EUROZÓNY**

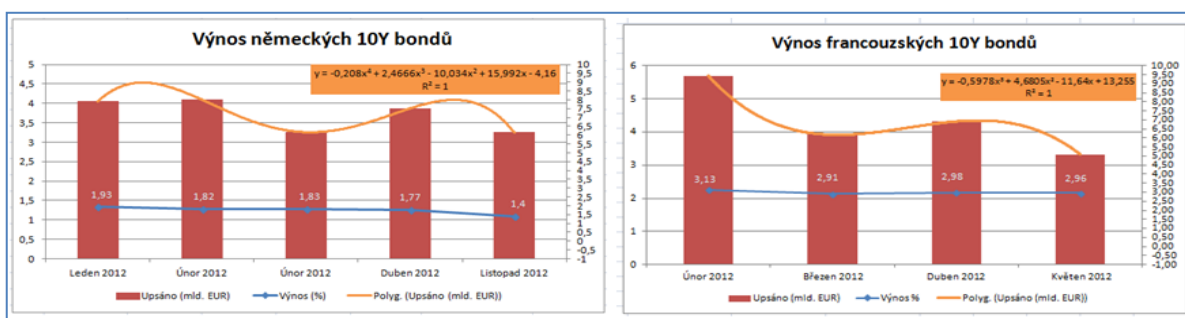
*Stejným způsobem, jako předchozí příloha (Makroekonomická analýza dominantních ekonomik eurozóny) byly pro potřeby kvalitní predikce měny analyzovány ekonomiky Itálie, Španělska, Řecka a Portugalska. Vzhledem k omezenému rozsahu práce a záměru využití těchto informací na komerční bázi, budou jednotlivé analýzy k nahlédnutí pro akademické pracovníky FaME UTB a rovněž budou bezplatně poskytnuty společnosti HP TRONIC Zlín, spol. s r.o. Nejdůležitější závěry z této kapitoly jsou umístěny v praktické části této diplomové práce.*

## PŘÍLOHA P VI: ÚSPĚŠNOST DLUHOPISOVÝCH AUKCÍ VYBRANÝCH ZEMÍ EUROZÓNY

### Hodnocení úspěšnosti aukcí francouzských a německých státních dluhopisů, srovnání vývoje 10letých dluhopisů

Na následujících grafech jsou prezentovány výnosy německých a francouzských 10,5 a 2letých státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se splatností 180 a 360 dnů. Grafy prezentují datum a objem emise a zároveň i výnos dané emise. Tento výnos neodpovídá (často se blíží) výnosům daných bondů na sekundárním trhu. Jedná se pouze o výnos z dané aukce.

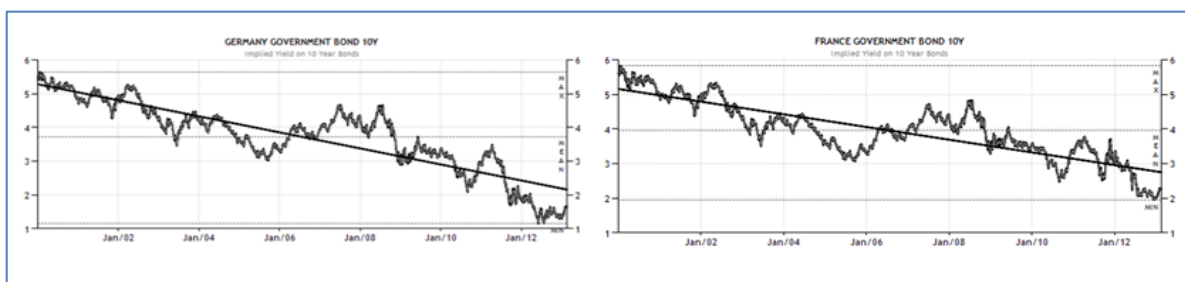
V případě 10letých státních dluhopisů je z grafu možné vyčíst, že za sledované období Německo emitovalo 10Y bondy 5x, Francie 4x, objem jedné emise se pohyboval v rozmezí 3 – 5 mld. EUR a výnosy emisí byly po celou dobu prakticky stabilní.



Obrázek 70 Vývoj aukcí 10Y bondů v období prosinec 2011 - únor 2013

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z cyrrus.cz za období 2011-2013

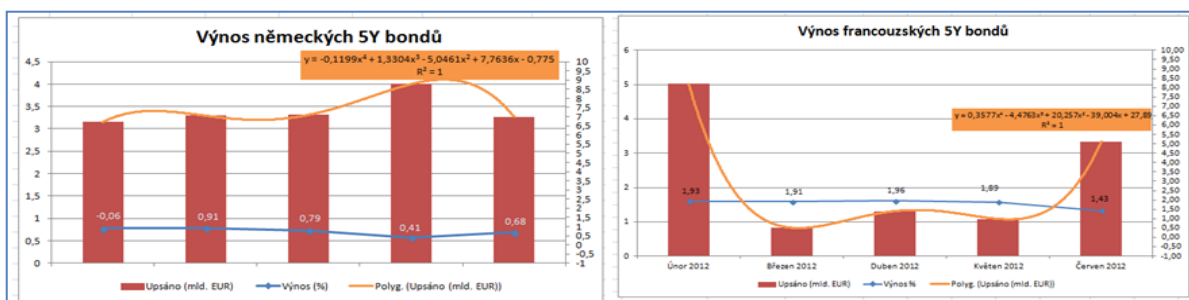
Tyto 10leté státní dluhopisy jsou jedny z nejvýznamnějších dluhopisů, ze kterých se odvozuje bezriziková úroková míra. Následující graf prezentuje vývoj výnosů od ledna 2000 do současnosti. Výnosy spolu do velké míry pozitivně korelují a v obou případech jsou z investorského pohledu brány jako jedno z bezpečnějších aktiv, které lze nabídnout.



Obrázek 71 Výnosy 10Y státních dluhopisů od roku 2000

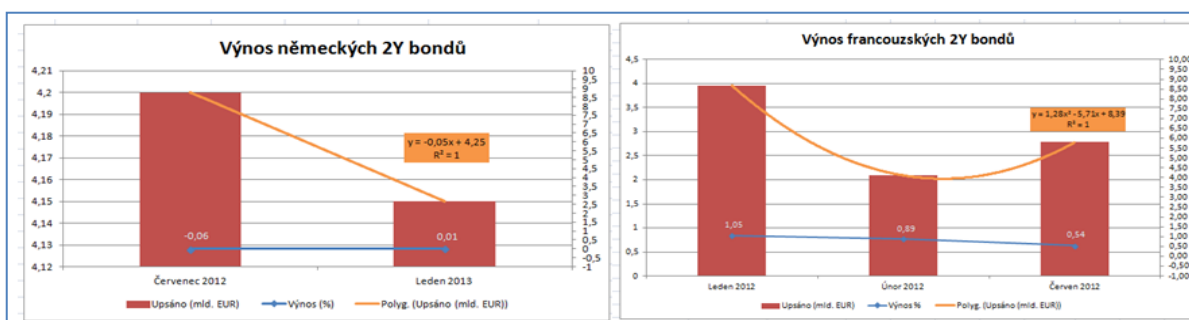
Zdroj: tradingeconomics.com, 2013

Stabilního úroku dosahují i další bondy, 5 a 2leté. V obou případech dosáhla v Německu úroková míra i záporných hodnot. Z toho lze soudit, že v období okolo července 2012 investoři předpokládali rozpad eurozóny v rozmezí 2 – 5 let. Fundamentální analýza ekonomických zpráv z předchozí části tento závěr potvrzuje.



Obrázek 72 Výnosy aukcí 5Y státních dluhopisů v období prosinec 2011 - únor 2013

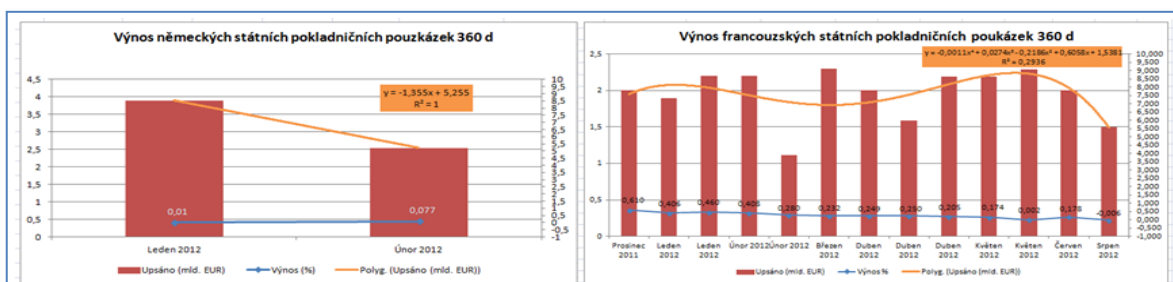
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z cyrrus.cz za období 2011-2013



Obrázek 73 Výnosy aukcí 2Y státních dluhopisů v období prosinec 2011 - únor 2013

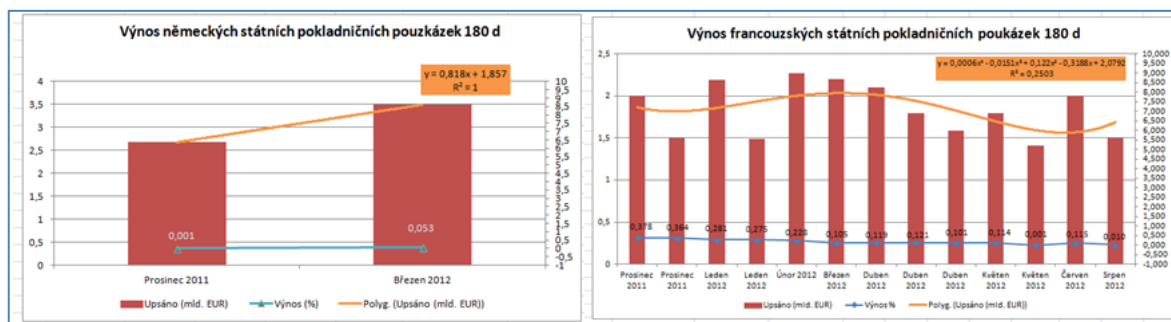
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z cyrrus.cz za období 2011-2013

Francii se daří upisovat dluhopisy a státní pokladniční poukázky ve větším množství v různých dobách splatnosti. Německo se omezilo na emise 2, 5, 10Y a 180 a 360d. Francie nabízí bondy se splatností 11, 13, 14, 23 a 29Y a státní pokladniční poukázky od doby splatnosti do 90 dnů. Výnosy aukcí jsou pro investory zajímavé. Úspěšnost aukcí je zajištěna dobrým výsledkem Bid-to-cover. Bližší informace k aukcím jsou uvedeny níže v tabulce.



Obrázek 74 Vývoj aukcí 360d pokladničních poukázek v období prosinec 2011 - únor 2013

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z cyrrus.cz za období 2011-2013



Obrázek 75 Vývoj aukcí 180d pokladničních poukázek v období prosinec 2011 - únor 2013

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z cyrrus.cz za období 2011-2013

## Hodnocení úspěšnosti aukcí italských a španělských státních dluhopisů, srovnání vývoje 10letých dluhopisů

Stejným způsobem byly analyzovány také italské a španělské aukce. Vzhledem k omezenému rozsahu práce a záměru využití těchto informací na komerční bázi, budou aukce možné k nahlédnutí pro akademické pracovníky FaME a rovněž budou bezplatně poskytnuty společnosti HP TRONIC, spol. s r.o.

Na následujícím příkladu z historie se pokusím prezentovat důležitost a možnosti trhu s dluhopisy a dopady na národní ekonomiku v případě jejich aukčních úspěchů a neúspěchů, které mají historické opodstatnění.

### Historické opodstatnění trhu s dluhopisy

Dluhopisy spojují svět financí a svět politické moci. Hodnota dluhopisu spolu s naším majetkem přímo souvisí. Pokud klesne cena dluhopisu, sníží se hodnota penzijních fondů, změní se úroky u hypoték. V době krize plnily dluhopisy funkci zajištění majetku oproti padajícím cenám nemovitostí a akcií. Historicky trh dluhopisů nejprve zajišťoval krytí válečných výdajů, kterým čelil sever Itálie před 600 lety. Rozhodl o výsledku bitvy u Waterloo, dal za vznik největší finanční dynastie světa, Jih díky němu utrpěl porážku v americké občanské válce a v současnosti dokáže trh s dluhopisy srazit na kolena původně bohaté státy. Kdysi dávno prohlásil řecký filosof Herakleitos: „Válka je otcem všeho.“ – i trhu dluhopisů. V dobách italské renesance ti nejlepší žoldníci bojovali pro toho, kdo platil více. Holandský malíř Von Hoyden tuto situaci zachytil na svém slavném obraze, kde žoldníci válčí o truhly a džbány plné mincí. Na textu pod obrazem je napsáno: „Tento boj a slávy jen pro peníze jsou.“



Obrázek 76 Obraz malíře Von Hoydena

Zdroj: [metmuseum.org](http://metmuseum.org), 2013

V 60. a 70. letech 14. století výdaje na války dosahovaly minimálně 2 násobku peněz vybraných na daních. Aby byly války ufinancovatelné, Florentinové přišli s převratnou myšlenkou - místo přímých odvodů na daních, měli občané povinnost své vládě peníze půjčovat. Za tyto vynucené půjčky dostávali úrok. Největší výhodou bylo, že kdykoliv člověk potřeboval peníze, mohl dluhopisy prodat někomu jinému = byly likvidní. Trh s dluhopisy se stal pro všechny přínosem. Vlády financovaly svoje válečné výdaje, občané si vydělali na úrocích a navíc na trhu mohli dluhopisy nakupovat a prodávat jak se jim zlíbilo. Čím více válek vznikalo, tím více musela italská města dluhopisů emitovat a dluhopisy tam měly nižší hodnotu z investorského pohledu. Tato situace nastala v Benátkách počátkem 16. století, kdy se s dluhopisy obchodovalo dokonce za 10 % jejich NH. Úrok se platil z NH dluhopisy, a tak lidé, kteří byli ochotni podstoupit riziko, na dluhopisech výrazně vydělávali. Zároveň trh s dluhopisy rozhodoval o výši úroku v rámci celé ekonomiky. Pokud musel platit 20 % stát, musí 20 % platit i všichni ostatní, kteří si půjčují. Z financování válek se trh dluhopisů vyvinul do podoby, kdy udává úrokovou míru pro všechny a navzdory tak získává neuvěřitelnou moc. Významným představitelem dluhopisového trhu byl Naten Rotschild. Člen dynastie finančníků, kteří pomohli rozhodnout o výsledku bitvy u Waterloo, Bonaparte světa financí, císař trhů dluhopisů z 19. století. Poslanec Thomas Danst-komp jej v roce 1828 popsal takto: Vládne obrovských bohatstvím, chvástá se, že má



v rukou mír i válku a kývnutím hlavy dokáže rozhodnout o financích celých národů, financuje ministry různých vlád. Geniální obchodník s dluhopisy a zakladatel londýnské pobočky pozdější největší banky na celém světě. Díky trhu s dluhopisy Rotschildové nesmírně zbohatli. Rodina se vypracovala z židovského ghetta až na pozice nejvlivnějších lidí světových financí. Vhodná příležitost k finančnímu převratu se naskytla v červnu 1815 u bitvy u Waterloo. Nešlo tu pouze o bitvu 2 armád, ale také soubor 2 systémů financování (francouzského drancování a britského dluhového systému). Právě díky spekulacím na vítěze si Rotschildové vydělali svoje první miliony. Naten Rotschild měl před válkou nashromáždit za peníze z emise dluhopisů všechno zlato a stříbro, které na kontinentu našel a převést ho vojákům pro financování války. Rotschildové se stali pro Brity nepostradatelnými. Byli úspěšní díky své kompletně rozvinuté bankovní síti. Využívali rozdílů cen zlata na různých trzích (Paříž x Londýn). Pro další tažení Napoleona, který se vrátil z vězení na Elbě, Rotschildové opět začali skupovat zlato a předpokládali, že cena zlata bude růst jako doposud. Napoleon bitvu prohrál za pouhý den. Rotschild se to díky rychlosti svých posílů dozvěděl o 48 hodin dříve než ostatní. Měl hromadu hotovosti, kterou nikdo nechtěl, protože válka už skončila. Zlata na platy vojáků už nebylo potřeba a cena zlata začala klesat. Natenovi nezbylo, než využít obrovskou a riskantní sázku, zlato a hotovost vyměnit na trhu dluhopisů. 20. 7. 1815 Naten nakoupil Britské vládní dluhopisy, sázel na to, že cena britských dluhopisů po vítězství stoupne. Po postupném nakupování dluhopisů je v červenci 1817 prodal. V přepočtu získal přibližně 600 milionů dnešních liber. Rotschildové ukázali ostatním, že dluhopisy mohou sloužit i k jiným věcem než financování válek, že se dají nakupovat a prodávat a že se tak dá vydělat hodně peněz a získat moc. Soudci občanské války severu proti jihu měli být opět vládcí dluhopisů. O výsledky rozhodla událost z roku 1863, znovu se odehrála ve světě financí. Sever ovládl New Orleans, který byl hlavním přístavem na vývoz nejdůležitějšího artiklu – bavlny. Bavlna měla zapojit do války i trh s dluhopisy, který díky Rotschildovy zdrženlivosti stál opodál. Stejně jako v počátcích dluhopisů v Itálii, tak i dnes vláda prodávala dluhopisy občanům pro financování války. Vzhledem k tomu, že jih měl omezené finanční prostředky a Rotschildové se do války nezapojili (zdálo se jim pomáhat pár vzbouřeným otrokářským státům jako velmi riskantní), jih přišel s geniálním tahem – bavlnou ručil za své dluhopisy. I kdyby investoři nedostali vyplacené úroky, mohli dluhopisy vyměnit za bavlnu. Ve velkých evropských finančních centrech investoři o klasické nepokryté dluhopisy neměli zájem, ale jištěné bavlnou chtěli, protože se dali vyměnit za bavlnu v předválečné ceně. To byl základ nové válečné

strategie jihu, pokud by se podařilo dodávku bavlny omezit, zvýšila by se její hodnota a tím i hodnota dluhopisů. Plán chvíli fungoval výborně, embargo na dovoz bavlny do Británie britskou ekonomiku zničilo. Přádělny začaly propouštět a bavlna se téměř přestala zpracovávat. Přádělny si našly nové zdroje bavlny na jiných trzích a tím se celý plán zhroutil. Investoři přestávali dluhopisům jištěným bavlnou věřit. Nezbývalo než tisknout neúměrné množství peněz. Narůstal rapidně jejich objem, kterému neodpovídala hodnota zboží na trhu, na jihu začala nekontrolovatelně narůstat inflace (cena se zvýšila až o 90 %). Jih pokusy na trhu s dluhopisy prohrál a zruinoval svoji ekonomiku. I v současné době je největším strašákem inflace, která snižuje hodnotu fixního úroku vypláceného z dluhopisu. Pokud dosáhne například hodnoty 15 % a úrok je jenom 5 %, pak investor jenom na inflaci prodělá 10 %. Proto při náznačce zvýšené inflace klesají ceny dluhopisů a někdy výrazným tempem (což se stalo v Argentině v roce 1989, dříve tak bohaté zemi na zlato a stříbro). Více než kdysi, právě dnes má trh s dluhopisy rozhodující podíl ve světě financí. (Vzestup peněz, 2009)

## PŘÍLOHA P VII: KORELACE MĚNOVÝCH PÁRŮ EUR/USD, USD/CZK A EUR/CZK V OBDOBÍ 22. 11. 2009 – 27. 1. 2013

Následující tabulky prezentují korelace měnových párů EUR/USD, USD/CZK a EUR/CZK nejprve za jednotlivé fraktály a poté za systém jako celek. Jednotlivé fraktály jsou rozděleny podle trendu měnového páru EUR/USD. Zpracování proběhlo v programu XLStatistics a zdrojem dat byly historické kurzy (close ceny) z obchodní platformy MetaTrader.

*Tabulka 37 Korelace vybraných měnových párů ve fraktálech [vlastní zpracování]*

Fraktál I			
22. 11. 2009 - 5. 6. 2010	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00 %	- 96,61 %	46,20 %
USD/CZK	- 96,61 %	100,00 %	-22,64 %
EUR/CZK	46,20 %	- 22,64 %	100,00 %
Fraktál II			
6. 6. 2010 – 1. 5. 2011	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00%	-97,00%	-80,25%
USD/CZK	-97,00%	100,00%	90,61%
EUR/CZK	-80,25%	90,61%	100,00%
Fraktál III			
2. 5. 2011 – 21. 7. 2012	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00%	-98,00%	-79,88%
USD/CZK	-98,00%	100,00%	90,19%
EUR/CZK	-79,88%	90,19%	100,00%
Fraktál IV			
22. 7. 2012 – 27. 1. 2013	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00%	-89,29%	17,20%
USD/CZK	-89,29%	100,00%	28,90%
EUR/CZK	17,20%	28,90%	100,00%

*Tabulka 38 Korelace vybraných měnových párů v rámci systému [vlastní zpracování]*

Systém			
22. 11. 2009 – 27. 1. 2013	EUR/USD	USD/CZK	EUR/CZK
EUR/USD	100,00%	-93,96%	-37,30%
USD/CZK	-93,96%	100,00%	66,36%
EUR/CZK	-37,30%	66,36%	100,00%