

Vysoká škola ekonomická v Praze

Diplomová práce

2019

Bc. Markéta Kokořová

Vysoká škola ekonomická v Praze



Analýza ekonomické devizové expozice na příkladu české exportní firmy

Autorka práce:

Bc. Markéta Kokořová

Vedoucí práce:

prof. Ing. Martin Mandel, CSc.

Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s využitím uvedených pramenů a literatury.

V Praze dne

.....

Bc. Markéta Kokořová

Poděkování

Ráda bych poděkovala vedoucímu diplomové práce prof. Ing. Martinu Mandelovi, CSc. za odborné vedení, pomoc a rady při zpracování této práce. Poděkování patří taktéž vedení a zaměstnancům společnosti Memsource a.s., kteří mi poskytli data a informace potřebné k vypracování analýzy.

Obsah

Úvod.....	7
1 Kurzové riziko.....	10
1.1 Charakteristika.....	10
1.2 Devizová expozice.....	12
1.2.1 Translační devizová expozice	14
1.2.2 Transakční devizová expozice	14
1.2.3 Ekonomická devizová expozice	15
1.3 Kvantifikace kurzového rizika.....	17
1.3.1 Metoda alternativních scénářů	17
1.3.2 Expertní odhad	18
1.3.3 Metoda Value At Risk.....	19
1.4 Zajištění devizové expozice.....	20
1.4.1 Interní metody	21
1.4.2 Externí metody	23
1.5 Devizová expozice a české exportní firmy	25
1.5.1 Přístupy k řízení kurzového rizika	26
1.5.2 Vliv přijetí eura na devizovou expozici českých firem.....	28
2 Analýza vybraných měnových párů	30
2.1 Ekonomická situace exportních trhů	30
2.1.1 Spojené státy americké.....	31
2.1.2 Eurozóna.....	33
2.1.3 Japonsko	35
2.1.4 Česká republika	37
2.2 Vývoj měnových párů v čase.....	40
2.2.1 CZK/EUR.....	40
2.2.2 CZK/USD.....	43
2.2.3 CZK/JPY	45
2.3 Korelace vybraných měnových párů	47
3 Charakteristika společnosti Memsource a.s.	49
3.1 Předmět podnikání.....	50
3.2 Hlavní exportní trhy.....	52
3.3 Geografická struktura tržeb	53
3.4 Měnová struktura tržeb	54

3.5	Měnová struktura výdajů	56
4	Řízení ekonomické devizové expozice společnosti Memsource a.s.	58
4.1	Identifikace	58
4.2	Kvantifikace	60
4.3	Návrh řešení.....	61
	Závěr.....	66
	Seznam zkratk	70
	Seznam grafů, obrázků a tabulek	71
	Seznam literatury.....	72

Úvod

Česká republika je malá otevřená ekonomika, české exportní firmy vyvážejí své zboží a služby především do zemí eurozóny. Přestože se Česká republika při vstupu do Evropské unie zavázala přijmout společnou měnu euro, vstup do eurozóny je prozatím odložen na neurčito. V minulých letech byla stabilita kurzu zajištěna kurzovým závazkem České národní banky. Nicméně v roce 2017 ČNB dosáhla cíle své protideflační politiky a kurz české koruny je znovu určován trhem.

Společnosti mohou eliminovat krátkodobou volatilitu kurzu (a tím transakční devizovou expozici) pomocí zajišťovacích nástrojů jako jsou forwardy či opce. Avšak ekonomická expozice se nezabývá pouze jednotlivými transakcemi, ale celkovou ekonomickou pozicí firmy na trhu. Ekonomická devizová expozice se proto musí řešit systematicky a pomocí strategických rozhodnutí, která mají dlouhodobý dopad na fungování firmy jako obchodního subjektu na daném trhu. Malé a střední podniky velmi často nemají stanovené žádné procesy pro zajištění kurzového rizika a problematika ekonomické devizové expozice je v českém prostředí podceňována. Pokud si chtějí české exportní společnosti udržet konkurenceschopnost i v případě apreciačního trendu české koruny, je nezbytné, aby začaly přistupovat k řízení ekonomické devizové expozice aktivně.

Pro praktický příklad analýzy ekonomické devizové expozice české exportní firmy jsem si zvolila společnost Memsource a.s. Tuto společnost jsem si pro analýzu vybrala z několika důvodů. Přestože od počátku svého vzniku sídlí v Praze, zaměřuje se především na zahraniční klientelu. Memsource a.s. můžeme zařadit mezi takzvané *born global* společnosti, které vstupují do mezinárodních obchodních operací velmi brzy po svém založení.

Společnost Memsource podniká v oblasti IT a vývoje softwaru. Software, který automatizuje proces lokalizace výrobků, používají především nadnárodní a globální firmy. V porovnání s klasickými odvětvími českého průmyslu, jako například strojírenství, je export IT produktů typem inovativního podnikání s vysokou přidanou hodnotou exportovaného zboží a služeb.

Naprostá většina obchodních partnerů společnosti Memsource a.s. se nachází v regionech Evropy (53 %), Asie (30 %) nebo Severní Ameriky (13 %). Cena produktu je klientům fakturována především v eurech a amerických dolarech. Identifikace ekonomické devizové

expozice a aktivní přístup k jejímu řízení tak musí být nezbytnou součástí procesu řízení společnosti.

Cílem mé diplomové práce je provést analýzu ekonomické devizové expozice české softwarové společnosti Memsource a.s. a navrhnout postupy a strategie, které by vedly ke snížení její ekonomické devizové expozice v následujících letech. Společnost se řízením ekonomické devizové expozice v současnosti nezabývá. V minulosti se spoléhala především na jistotu danou kurzovým závazkem ČNB.

V první, teoretické části, jsou vymezeny základní pojmy jako kurzové riziko, devizová expozice a postupy její identifikace, kvantifikace a zajištění. V této části zhodnocuji současné poznatky o dané problematice a rozdílné přístupy k řízení devizové expozice. Tyto poznatky budou v dalších částech aplikovány na praktický problém vybrané exportní společnosti. Práce analyzuje i současný přístup českých firem k řízení devizové expozice a jaký vliv na tuto problematiku by měl případný vstup České republiky do eurozóny.

Pohyby měnových párů CZK/EUR a CZK/USD jsou hlavním zdrojem rizika pro budoucí ekonomické postavení společnosti Memsource a.s. na trhu. V druhé kapitole teoretické části práce se tak budu zabývat analýzou vybraných měnových párů, jejich vývojem v čase a korelacemi. Pro predikci budoucího vývoje měnového kurzu je nezbytné brát v potaz i makroekonomické veličiny daných ekonomik. Proto je součástí druhé kapitoly analýza ekonomické situace Spojených států amerických, eurozóny, Japonska a České republiky. Japonsko a měnový pár CZK/JPY jsem se rozhodla analyzovat i přestože společnost Memsource a.s. v současnosti neumožňuje platit za její produkt v japonských jenech. Nicméně Japonsko je hned po USA druhým největším exportním trhem společnosti. Je možné, že fakturace v japonském jenu bude v budoucnu umožněna a tato změna by měla dopad i na ekonomickou devizovou expozici. V případě přívnětivých korelací by mohlo zavedení japonského jenu být jedním z nástrojů, jak snížit ekonomickou devizovou expozici společnosti Memsource a.s.

Praktická část mé diplomové práce se věnuje popisu základní struktury, fungování a předmětu podnikání společnosti Memsource a.s. Vymezím geografické struktury zákazníků a tržeb. Zároveň se bude zabývat měnovou strukturou příjmů a výdajů společnosti. Důležitým informačním zdrojem pro zpracování této části byly interní data poskytnuté vedením společnosti Memsource a.s. Společnost začala aktivně podnikat až po roce 2013, vzhledem ke správnosti celého výzkumu jsou v mé diplomové práci na

doporučení používána data až po roce 2015. U starších dat nelze zaručit jejich správnost a relevantnost. Pro své analýzy jsou tak nemohla použít metody regrese a časových řad.

Poslední část práce se zabývá problémem ekonomické devizové expozice v praxi. Práce bude analyzovat současnou ekonomickou devizovou expozici společnosti na základě poznatků z přecházejících kapitol. Proces řízení ekonomické devizové expozice se skládá ze tří částí – identifikace, kvantifikace a návrh řešení.

Předtím než navrhnu strategii zajištění tak identifikuji hlavní zdroje rizika pro Memsource a.s. a kvantifikuji jejich závažnost a vliv na budoucí ekonomické postavení společnosti. Výstupem této části je návrh několika strategií a procesů, které by vedly ke snížení ekonomické devizové expozice společnosti. Tato řešení se liší jak svou časovou náročností, tak obtížností implementace. Připouštím, že zavedení všech mnou navrhovaných opatření by bylo pro společnost finančně i časově náročné. Nicméně vedení podniku by mělo navrhovaná opatření zvážit při stanovování budoucích strategií a procesů. Je nezbytné, aby v případě apreciačního trendu české koruny české exportní firmy přijaly opatření, která zajistí jejich konkurenceschopnost i v následujících letech.

1 Kurzové riziko

Každá obchodní činnost je spojena s mnoha riziky. V mezinárodním obchodě je navíc nutné brát v potaz rizika, která jsou specifická pro podnikání na zahraničních trzích. V literatuře je možné nalézt mnoho rozdílných definic rizika. Například Král' (2003, s. 17) definuje riziko jako události, ze kterých vyplývají nejistá očekávání. „*Pokud tuto definici aplikujeme na obchodní vztahy pak se rizikem rozumí pouze ta nejistá očekávání z probíhajících finančních vztahů, ze kterých vyplývá reálné nebezpečí ztráty pro jednu ze smluvních stran.*“

Smejkal a Rais (2013, s. 66) vidí riziko jako nebezpečí vzniku škody, poškození, ztráty či zničení, případně nezdaru v podnikání. Tito autoři zdůrazňují především nahodilost a nejednoznačnost průběhu určitých skutečností spojených s ekonomickými procesy. Riziko je tedy spojeno s nejednoznačností výsledků těchto procesů.

Riziko je také často definováno možností jeho kvantifikace. Právě možnost riziko změřit jej odlišuje od nejistoty, kterou kvantifikovat nelze (Černohlávková a kol., 2007, s. 25).

1.1 Charakteristika

Stejně jako definice rizik je různorodé i jejich členění a názvosloví. Mezi definovanými riziky jsou úzké vazby a mnoho jednotlivých rizik, které lze v literatuře najít, se úzce doplňují či dokonce překrývají. Nejpropracovanější rozdělení rizik v mezinárodních ekonomických vztazích dle mého názoru nabízí Černohlávková a kolektiv (2007, s. 29-30). Ti rizika dělí a pojmenovávají na základě několika kritérií. Dle příčiny vzniku (riziko tržní, cenové, kurzové), dle procesů, ve kterých se projevují (riziko obchodní, přepravní, úvěrové) nebo dle okruhu rozhodování. Okruhy rozhodování v mezinárodním obchodě mohou být *teritoriální* (rizika spjatá s volbou země pro podnikání), *komerční* (rizika spjatá s volbou obchodních partnerů jako jsou odběratelé, dodavatelé, dopravci apod.) a *rizika měnová* (spjatá s pohyby kurzů, inflací nebo s pohybem úrokových sazeb měn používaných při mezinárodních obchodních operacích firem).

Právě mezi rizika měnová patří i riziko kurzové¹, které je spojeno s proměnlivostí vývoje kurzů měn. V literatuře lze najít například tuto definici: „*Možnost, že v důsledku vývoje kurzů měn bude účastník zahraničních obchodních vztahů vydávat či inkasovat jiné hodnoty oproti původnímu předpokladu, eventuálně že se v důsledku kurzových pohybů změní stav jeho devizových aktiv a pasiv. Změny měnového kurzu mohou působit jak pozitivně,*

¹ Někdy také označováno jako devizové.

tak negativně na dosažené výsledky.“ (Černohlávková a kol., 2007, s. 70). To, že se skutečně dosažené výsledky mohou od těch očekávaných lišit jak pozitivně, tak i negativně definuje kurzové riziko jako spekulativní. Pohybem kurzu v čase mezi kalkulací ceny a jejím inkasem může subjektu vzniknout kurzové ztráta, ale i kurzový zisk. Pokud se s rizikem pojí pouze možnost ztráty, jedná se o čisté riziko. Příkladem čistého rizika může být například požár domu nebo nesplacení pohledávky.

Kurzové riziko existuje pro všechny subjekty, které mají svou obchodní činnost spjatou s mezinárodním trhem a odvádějí či inkasují platby v měně jiné než domácí. Kurzové riziko vzniká kvůli časovému nesouladu mezi okamžikem kalkulace ceny, její fakturace, podepsáním kontraktu a okamžikem skutečného inkasa a zaplacení ceny. V tomto meziobdobí, které může být různě dlouhé dle typu odvětví, dochází k pohybu měnových kurzů.

Král' (2003, s. 18-19) nabízí dva úhly pohledu na kurzové riziko. Užší pojetí se zabývá pouze kurzovým rizikem, které vyplývá z pohybu měnových kurzů takových měn, které jsou relevantní pro určitou společnost či jiný podnikatelský subjekt. V užším pojetí se řízení kurzového rizika zaměřuje na citlivost aktiv, pasiv a peněžních toků podnikatelského subjektu na pohyby měnového kurzu. V širším pojetí se analýza a řízení kurzového rizika kromě aktiv, pasiv a cashflow zabývá i riziky politicko-devizovými (například omezení či zastavení transferu devizových prostředků do zahraničí) nebo riziky spojenými s volbou platebních podmínek. V této diplomové práci budu uvažovat kurzové riziko definované ve svém užším pojetí.

Pohyb měnových kurzů je nepředvídatelný, a i kurzové riziko je spjato s nejednoznačností výsledku obchodních operací. Proto je pro každý podnikatelský subjekt, který je zapojen do mezinárodních obchodních operací důležité, aby přistoupil k řízení kurzového rizika aktivně. Přestože se kurzové riziko nedá zcela eliminovat, při správném nastavení procesů lze kurzové riziko alespoň zajistit či snížit. Tím lze předejít mimořádným ztrátám, které by mohly vést ke krachu společnosti či ztrátě její konkurenceschopnosti.

Proces řízení kurzového rizika se skládá se tří částí:

- a) Identifikace rizika
- b) Měření rizika
- c) Zajištění rizika

Identifikací rizika se rozumí stanovení devizové expozice společnosti. Ta se následně dá kvantifikovat různými metodami. Po identifikaci rizika a jeho změření může firma použít externích a interních nástrojů pro částečnou eliminaci a zajištění kurzového rizika.

1.2 Devizová expozice

Prvním krokem procesu řízení kurzového rizika je jeho identifikace v rámci firmy. Kurzové riziko se musí identifikovat předtím, než se bude uvažovat nad strategiemi a způsoby zajištění daného rizika. Proto by každá společnost zapojená do mezinárodního obchodu měla pravidelně provádět analýzu své devizové pozice. Devizová pozice je definována jako *„vztah mezi devizovými pohledávkami (aktivy) a devizovými závazky (pasivy) firmy v jednotlivých zahraničních měnách k předmětnému časovému okamžiku.“* (Král', 2003, s. 207).

Devizová pozice vyjadřuje nejen kvantitativní vztah mezi aktivy a pasivy, ale i kvalitativní. Aby měla společnost takzvaně uzavřenou devizovou pozici musí se aktiva a pasiva v dané cizí měně shodovat ve všech třech následujících kritériích:

- Kvantitativní výše
- Doba splatnosti či časové disponibility
- Způsob a výše úročení

Pokud není splněno alespoň jedno z výše uvedených kritérií, pak má firma otevřenou devizovou pozici.

U otevřené devizové pozice rozlišujeme dvě základní situace. Dlouhá devizová pozice znamená, že hodnota aktiv v cizí měně převyšuje hodnotu pasiv v této měně. Tato situace je typická pro firmy, které se zaměřují na export do zahraničí. U exportních firem převažují pohledávky v zahraniční měně. Krátká devizová pozice nastává, pokud převažuje hodnota pasiv v cizí měně nad hodnotou aktiv v cizí měně. Tato situace nastává především u importérů zboží ze zahraničí, kterým vznikají závazky v cizí měně na odebrané zboží (Taušer, 2007, s. 30-31).

Pokud má subjekt otevřenou devizovou pozici (krátkou či dlouhou), pak je vystaven možnosti kurzové ztráty nebo kurzového zisku, existuje tedy devizová expozice. Ta je definována jako *„citlivost změn hodnoty aktiv, pasiv a peněžních toků (cashflow) vyjádřených v domácí měně na změny měnového kurzu.“*

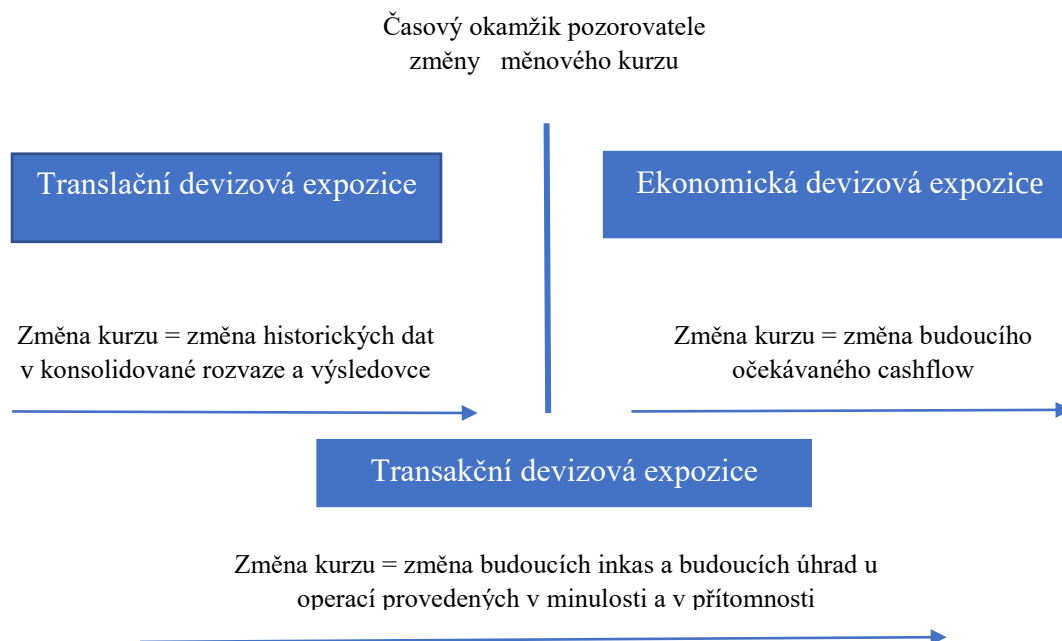
(Mandel a Durčáková, 2016, s. 226). Jak vyplývá z definice, devizová expozice se zabývá jak stavovými veličinami (aktiva a pasiva subjektů), tak i tokovými (cashflow).

Na základě veličin, jejichž citlivost zkoumáme, rozlišujeme tři základní typy devizové expozice:

- Transakční devizová expozice
- Ekonomická devizová expozice
- Translační (účetní) devizová expozice

Na Obrázku 1-1 je vyznačena časová souvislost výše zmíněných typů devizových expozic, a to z pohledu pozorovatele, který se nachází v přítomném čase t . Translační devizová expozice se zabývá historickými daty, která byla v minulosti zaznamenána do účetnictví. Ekonomická devizová expozice se zabývá budoucím cashflow podniku, tedy jak změny měnového kurzu ovlivní budoucí hospodářské výsledky subjektu. Transakční devizová expozice vzniká v meziobdobí mezi vystavením faktury v cizí měně a inkasem pohledávky. Proto je transakční devizová expozice spojena s transakcemi, které vznikly v minulosti nebo v přítomnosti (Mandel a Durčáková, 2016, s. 227).

Obrázek 1-1 Typy devizové expozice a faktor času



Zdroj Mandel a Durčáková (2016, s. 227).

1.2.1 Translační devizová expozice

Translační devizová expozice se zabývá citlivostí konsolidovaných finančních výkazů multinacionálních společností na minulé účetně zaznamenané změny kursu. Tato devizová expozice či translační riziko se týká především velkých nadnárodních korporací a společností, které mají dceřiné společnosti po celém světě. Tyto nadnárodní společnosti musí vytvářet a předkládat takzvané konsolidované účetní výkazy. Tyto výkazy musí zahrnovat i účetní výkazy jednotlivých dceřiných společností. Dceřiné společnosti, které se často nacházejí na odlišných kontinentech světa, vedou své účetnictví v místních měnách. Proto, aby bylo možné vytvořit konsolidované výkazy, musí následně dceřiné společnosti převádět svá finanční data na měnu domací. Tedy měnu toho státu, kde sídlí centrála společnosti (Durčáková, 2008, s. 40).

Evropské dceřiné pobočky amerických multinacionálních společností přepočítávají své zisky či ztráty na dolary. Konečné výsledky konsolidovaných účetních výkazů jsou tak významně ovlivněny aktuálním měnovým kurzem USD/EUR a jeho pohyby. Vykazované zisky a ztráty korporací se mohou v jednotlivých letech lišit pouze na základě posilování a oslabování měn dolaru nebo eura (Taušer, 2007, s. 97).

Translační devizová expozice je sledována především investory, kteří analyzují každoroční konsolidované výkazy korporací. Jelikož se tato diplomová práce zaměřuje na analýzu ekonomické devizové expozice menší české exportní firmy, nebudu se translační devizové expozici věnovat detailněji.

1.2.2 Transakční devizová expozice

Transakční devizová expozice měří citlivost budoucích devizových inkas a devizových úhrad vyjádřených v domácí měně na změny spotového kurzu. Pokud se na transakční devizovou expozici zaměříme z pohledu výrobních firem, pak se jedná především o transakce spojené s prodejem zboží do zahraničí, či nákupem zboží ze zahraničí. Tedy takové obchodní operace, kdy dochází k fakturaci v jiné měně, než je měna domací. Toto riziko se tak bezprostředně váže na kontrakty uzavřené v cizích měnách.

Pokud má firma otevřenou devizovou pozici, tedy pohledávky či závazky v cizích měnách nejsou kvantitativně a kvalitativně shodné, pak mohou neočekávané změny kurzu ovlivnit výslednou hodnotu těchto transakcí v domácí měně (Taušer, 2007, s. 30-32).

Pro ilustraci transakční devizové expozice použijí příklad české exportní firmy. České firmy nemají natolik silnou vyjednávací pozici, aby mohly prodávat své zboží a služby v zahraničí za české koruny. Předpokládejme, že dojde k uzavření exportního kontraktu s jiným evropským obchodním partnerem a faktura za exportované zboží bude pevně stanovena v eurech. Doba mezi vystavením faktury a zaplacením může být i v rámci několika měsíců. V takovém případě má česká exportní společnost dlouhou devizovou pozici, jelikož její pohledávky (aktiva) v eurech jsou větší než závazky (pasiva) v eurech. Jak bylo zmíněno výše, kurzové riziko je spekulativní. Tato situace tak může vést ke kurzové ztrátě ale i ke kurzovému zisku. Pokud v meziobdobí mezi fakturací, inkasem platby a následnou konverzí na české koruny dojde k depreciaci CZK, tak bude mít český exportér z dané transakce kurzový zisk. Pokud však dojde v meziobdobí k apreciaci domácí měny, tak exportér utrpí kurzovou ztrátu.

Transakční devizová expozice vzniká jak českým exportérům, tak i českým importérům, vzhledem k tomu, že většina mezinárodních obchodních operací probíhá se zeměmi Evropské unie. V následujících podkapitolách se bude práce věnovat metodám, jak může být tato expozice kvantifikována a jakými nástroji ji lze eliminovat či částečně snížit.

1.2.3 Ekonomická devizová expozice

Ekonomická devizová expozice měří citlivost změn podnikového cashflow na změny měnového kurzu. V porovnání s transakční devizovou expozicí sleduje ekonomická devizová expozice delší časový úsek, a tak je transakční devizová expozice částí té ekonomické. Avšak ekonomická expozice se nezabývá pouze jednotlivými transakcemi, ale celkovou ekonomickou pozicí firmy na trhu. Vzhledem k tomu, že se zabývá budoucím vývojem je i mnohem hůře kvantifikovatelná a je založena na expertních odhadech (Mandel a Durčáková, 2016, s. 246).

Pro ilustraci ekonomické devizové expozice znovu použijí příklad české exportní firmy, která vyváží své výrobky na evropský trh a fakturuje pevnou cenu za své výrobky v eurech. Společnost může eliminovat krátkodobou volatilitu kurzu (a tím transakční devizovou expozici) pomocí zajišťovacích nástrojů jako jsou forwardy či opce. Její celkové tržby v budoucích letech závisí na hodnotě kurzu koruny vůči euru. V případě apreciačního trendu české koruny by příjmy dané exportní společnosti za jinak nezměněných podmínek dlouhodobě klesaly. Ekonomická devizová expozice se proto musí řešit systematicky

a pomocí strategických rozhodnutí, která mají dlouhodobý dopad na fungování firmy jako obchodního subjektu na daném trhu.

Jak je vidět na výše uvedeném příkladu, ekonomická devizová expozice se mnohem obtížněji kvantifikuje i eliminuje. Navíc se na rozdíl od transakční devizové expozice týká i firem, které nejsou aktivní v mezinárodním obchodě a mají nulovou interakci se zahraničím. Hodnota měnového kurzu ovlivňuje i domácí trh a tím budoucí cashflow z tohoto domácího trhu. Pokud dochází ke zhodnocování domácí měny, import se stává pro domácí spotřebitele stále levnější. Import ze zahraničí bude růst a tím poroste i koncentrace konkurence na domácím trhu. Pro domácí výrobce tak může být těžší se prosadit a část očekávaného budoucího cashflow připadne zahraniční konkurenci (Taušer, 2007, s. 93-94).

Ekonomická devizová expozice se týká i exportérů, kteří byli schopni využít své silné pozice a fakturovat zahraničním partnerům za své zboží v domácí měně. Při apreciačním trendu bude český export pro zahraniční odběratele stále dražší, což může vést k poklesu odebíraného zboží a tím zhoršení ekonomické pozice společnosti.

Shapiro (2014, s. 394) problém apreciacie domácí měny v souvislosti s ekonomickou devizovou expozicí ilustruje na příkladu japonské automobilky Toyota. Tato globální firma uskutečňuje více než polovinu svých obchodů s USA. V případě apreciačního trendu japonského jenu, se výrobky stávají pro americké odběratele dražší. Pokud si bude chtít Toyota udržet svůj podíl na americkém trhu, musí držet cenu v USD stále stejnou. Tím ale dojde k poklesu zisků denominovaných v jenech. Autor taktéž upozorňuje na „*flow-back efekt*“. V případě apreciacie domácí měny začnou domácí výrobci soustředit své obchodní aktivity na domácí trh. Tedy zboží, které by bylo dříve exportováno do zahraničí se vrací zpátky (*flow back*) na domácí trh. To vede ke zvýšení konkurence na trh a nižší ziskovosti.

Huston a Stevenson (2010) ve svém článku vidí jako příčinu vzniku ekonomické devizové expozice existenci volného trhu. Čím otevřenější ekonomika, tím více jsou firmy v dané ekonomice vystaveny ekonomické devizové expozici. Tito autoři rozlišují přímou expozici, která má vliv na očekávané cash flow, aktiva a pasiva, a nepřímou expozici, která ovlivňuje konkurenceschopnost firmy na daném trhu. Na základě svých výzkumů uvádějí, že malé firmy mají větší ekonomickou expozici než firmy velké či dokonce globální. Globální a velké firmy častou používají hedging, forwardy nebo opce jako nástroj pro zajištění devizové expozice. Navíc jejich geografická diverzifikace taktéž umožňuje snadněji přirozeně uzavírat otevřené devizové pozice. Zatímco malé firmy často nepoužívají žádné

zajišťovací metody. Ekonomická devizová expozice firmy je závislá i na tom, v jakém odvětví provozuje firma svou činnost. Velké množství konkurence na trhu a málo diferencovaný produkt znamenají větší ekonomickou devizovou expozici pro daný podnikatelský subjekt.

1.3 Kvantifikace kurzového rizika

Druhým nezbytným krokem v procesu řízení kurzového rizika je jeho kvantifikace. V následujících podkapitolách jsou popsány nejčastější metody používané k měření devizové expozice.

1.3.1 Metoda alternativních scénářů

Pro kvantifikaci a následné řízení kurzového rizika jsou často využívány metody pracující s různými scénáři budoucího vývoje měnového kurzu. Jednotlivé scénáře a varianty vznikají za pomoci analýz dostupných informací a na základě budoucích očekávání. Následně jsou každému scénáři přiděleny určité pravděpodobnosti.

U metody alternativních scénářů je třeba zvolit očekávané hodnoty měnového kurzu (pro zhodnocení, znehodnocení) a s jakou pravděpodobností dané hodnoty měnového kurzu nastanou. Po stanovení těchto hodnot lze vypočítat očekávanou ztrátu. Celková očekávaná změna hodnoty pohledávky se vypočte jako vážený průměr dílčích změn, přičemž váhami jsou pravděpodobnosti nastoupení jednotlivých variant. Tímto výpočtem se dospěje k částce, která nám udává průměrnou kurzovou ztrátu z dané otevřené pozice (Černohlávková a kol., 2007, s. 51).

Pokud má společnost otevřené devizové pozice ve více měnách (například euro a dolar), pak se model stává komplikovanějším. Použijeme-li tento model na kvantifikaci kurzového rizika společnosti Memsource a.s., musí se vzít v potaz obě otevřené pozice. Musel by se vypracovat scénář pravděpodobného vývoje kurzu CZK jak vůči EUR, tak vůči USD. Celkem bychom dospěli k šesti různým kombinacím vývoje kurzu koruny vůči euru a vůči dolaru. Pravděpodobnost těchto kombinací by byl součinem pravděpodobnosti jednotlivých scénářů (Taušer, 2007, s. 32-35).

1.3.2 Expertní odhad

Jak bylo zmíněno výše, ekonomická devizová expozice pracuje s odhady a předpokládanými budoucími hodnotami. Při její kvantifikaci se tak zaměřujeme se spíše na identifikaci kvalitativních faktorů než na výpočet těch kvantitativní.

Dle Shapira (2014, s. 394) existuje soubor základních otázek pro identifikaci ekonomické devizové expozice. Tyto otázky se zaměřují na informace o fungování firmy a jejích obchodních aktivitách.

- I.** Na kterých trzích firma uskutečňuje své obchodní aktivity?
 - a. Jaký je podíl domácích a zahraničních prodejců?
- II.** Jací jsou hlavní konkurenti dané firmy?
 - a. Kolik z nich je na domácím trhu, kolik na zahraničním?
- III.** Kde dochází k produkci zboží dané firmy?
 - a. Jaký je podíl domácí a zahraniční produkce?
- IV.** Jaký je podíl domácích a zahraničních vstupů?
- V.** V jakých měnách jsou denominovány vstupy a výstupy společnosti?

Pro identifikaci ekonomické devizové expozice můžeme také pracovat s různě pravděpodobnými situacemi, stejně jako u metody alternativních scénářů. V tomto případě však budeme zkoumat různé možnosti vývoje měnového kurzu a následný vliv na finanční výkazy firmy a zisk společnosti. Tento přístup vyjádřili Mandel a Durčáková (2016, s. 248) následující rovnicí:

$$\Delta CF_{M,t}^e = \beta_{1,\Delta} * \Delta SR_t^e$$

Kde:

$\Delta CF_{M,t}^e$	změna celkového očekávaného cashflow firmy
ΔSR_t^e	změna očekávaného spotového kurzu
$\beta_{1,\Delta}$	parametr ekonomické devizové expozice

Tato metoda je časově velmi náročná a vyžaduje znalost nejen účetnictví, ale i znalost obchodní strategie analyzované společnosti, a i daného odvětví. Pro relevantní expertní odhad je třeba spojit jak znalosti o dané firmě a jejích obchodních aktivitách v daném oboru, tak predikci makroekonomických veličin.

Existují i další metody pro měření ekonomické devizové expozice vycházející z expertních odhadů. Autoři Miller a Reuter (1998) se ve svém článku zaměřují především na exportní firmy. Finančním manažerům těchto firem doporučují věnovat pozornost podílu exportu na celkovém prodeji. Čím větší je podíl zahraničních prodejů, tím větší je ekonomická expozice dané firmy.

$$export\ intensity = \frac{(export - import)}{total\ sales}$$

1.3.3 Metoda Value At Risk

Tato metoda umožňuje kvantifikovat maximální očekávanou ztrátu z dané otevřené devizové pozice na určité hladině spolehlivosti během stanoveného časového intervalu. Touto metodou zjistíme velikost částky v zahraniční měně, kterou bychom měli hedgovat. Pomocí této metody získá společnost lepší představu o velikosti rezervy v domácí měně, kterou by si měla vytvořit pro případ možné kurzové ztráty z otevřené devizové pozice.

Černohlávková a kolektiv (2007, s. 52) provádí výpočet Value at Risk přes níže uvedený vzorec:

$$R_D = V_F * \beta_{\%} * \sigma_{\Delta SR} * k * \sqrt{T}$$

Kde zároveň platí:

$$\beta_{\%} = (1 + \alpha)$$

Kde:

R_D	doporučovaná výše rezerv
V_F	devizová hodnota zahraničních aktiv nebo pasiv
$\beta_{\%}$	transakční devizová expozice z modelu s procentními změnami
$\sigma_{\Delta SR} *$	jednodenní směrodatná odchylka počítaná na bázi prostých změn měnového kurzu
k	koeficient statistické spolehlivosti
$\sqrt{T}$	odmocnina z uvažovaného časového horizontu T, který počítáme ve dnech

U této metody je důležité správně stanovit střední hodnotu a směrodatnou odchylku kurzu. Tyto parametry lze odhadnout z historického vývoje kurzu. Jak bylo zmíněno výše, ve společnosti Memsources dochází k otevřeným pozicím ve dvou měnách. Celková očekávaná ztráta z otevřených pozic by se musela kvalifikovat pro dané portfolio měn (USD a EUR). Pro použití této metody je nutné znát i váhy jednotlivých měn v portfoliu společnosti.

Výhodou této metody je možnost určit maximální očekávanou ztrátu z otevřené pozice bez nutnosti predikce budoucího vývoje měnového kurzu. Metoda Value at Risk může být jedním ze způsobů zajištění proti kurzovému riziku, jelikož můžeme vypočítat přibližnou velikost potřebné rezervy. Nicméně pro zajištění ekonomické devizové expozice je třeba brát v potaz delší časový horizont. Vytváření rezerv tak není strategií zajištění, která by byla dlouhodobě dostačující.

Práce se bude zabývat pouze vzájemnou korelací kurzů vybraných měnových párů. Pokud by byl korelační koeficient měnových párů CZK/EUR a CZK/USD nižší než 1 došlo by k diverzifikaci rizika. Tedy zhodnocení domácí měny vůči jedné měně může být kompenzováno znehodnocením oproti měně druhé.

1.4 Zajištění devizové expozice

V předcházejících kapitolách byly popsány první dva kroky v procesu řízení kurzového rizika – identifikace a kvantifikace. Dalším krokem je zvolení vhodné strategie zajištění. Samozřejmě existuje i krajní varianta, kdy se management firmy rozhodne nechat devizovou pozici otevřenou a proti kurzovému riziku se nezajišťovat.

Taušer (2007, s. 41) uvádí, že volba strategie zajištění je obecně ovlivněna třemi základními faktory:

- a) Velikost rizika (lze vyjádřit například maximální očekávanou ztrátou)
- b) Náklady na případné zajištění
- c) Subjektivní vztah odpovědné osoby k riziku

U devizové expozice rozlišujeme několik základních přístupů k jejímu řízení. Podnikatelské subjekty mohou přenést riziko na jiný subjekt prostřednictvím instrumentů finančního trhu. Subjekty na finančním trhu jsou ochotny toto riziko převzít z toho důvodu, že kurzové riziko je rizikem spekulativním – tedy budou očekávat kurzový zisk. Druhou možností zajištění je používání měnových a cenových doložek v obchodních vztazích s odběrateli a dodavateli.

Pokud vyhodnotíme pravděpodobnost naplnění rizika jako nízkou (navíc s relativně nízkou tvrdostí negativního dopadu), lze se proti kurzovému riziku zajistit vytvořením rezerv (nerozdělený zisk či rezervní fond) (Mandel a Durčáková, 2016, s. 229).

V následujících podkapitolách se bude práce věnovat dvěma základním typům metod pro snížení a eliminaci transakční a ekonomické devizové expozice. Externí metody jsou prováděny za pomoci instrumentů finančního trhu – finančními deriváty jako například forwardy či opce. Interní metody jsou dány nastavením procesů, které jsou součástí vnitřního řízení podnikatelského subjektu.

Zajištění ekonomické devizové expozice je obtížnější než zajištění transakční devizové expozice. Dle Krále (2003, s. 202) je nejlepší zajištění proti ekonomické expozici neustálý rozvoj a investice do nových technologií, tak aby firma udržela krok se zahraniční konkurencí. Tato strategie by měla být aplikována i společnostmi, která nejsou v přímém obchodním styku se zahraničím. Zajištění proti ekonomické devizové expozici vidí spíše jako série zásadních a dlouhodobých strategických rozhodnutí.

1.4.1 Interní metody

Interní metody řízení devizové expozice nevyžadují dodatečné uzavírání kontraktů na finančním trhu, tedy nevyužívají žádné finanční instrumenty. Níže lze nalézt popis nejčastěji využívaných metod pro interní zajištění devizové expozice.

PŘIROZENÝ HEDGING

Přirozený hedging je nejjednodušší metodou pro zajištění devizové expozice, která je ovšem pro mnoho firem těžko aplikovatelná v praxi. Principem této metody je, že podnikatelský subjekt svými aktivitami přirozeně uzavírá devizové pozice. Pokud se jedná o českou exportní firmu, která dostává za své výrobky zaplacené v eurech, pak by tato firma měla hradit veškeré své nákupy vstupů taktéž v eurech. Je velmi nepravděpodobné, že by se společnosti podařilo devizovou pozici uzavřít úplně (tedy všechna pasiva a aktiva by se rovnala kvantitativně i kvalitativně). Pokud se však společnosti podaří značnou část aktiv v cizí měně krýt pasivy v té samé cizí měně, značně snižuje kurzové riziko, jemuž je vystavena (Taušer, 2007, s. 90).

ČASOVÁNÍ PLATEB

Tato metoda spočívá v úmyslném urychlování či odkládání devizových inkas a plateb v zahraniční měně, a to na základě očekávaného vývoje měnového kurzu. Urychlování plateb značíme výrazem *leading*, naopak odkládání jako *lagging*.

Tuto metodu opět vysvětlím na příkladu české exportní firmy. Předpokládejme, že má daná společnost pohledávky v cizí měně za odběrateli v zahraničí. Pokud firma očekává zhodnocení české koruny, měla by vyvíjet na odběratele tlak, aby zaplatil co nejdříve. Tedy aby došlo k urychlení inkasa pohledávky. Pokud by v budoucnu opravdu došlo ke znatelnému posílení české koruny, poklesla by korunová hodnota pohledávky a česká společnost by měla z kontraktu nižší zisk. Pokud by management společnosti očekával znehodnocení koruny, logicky by se měl snažit inkaso pohledávky oddálit. Nicméně oddalování inkas za prodané zboží není ekonomicky praktické a dlouhodobě použitelné v podnikání. Proto by v takovém případě společnost měla co nejvíce oddálit konverzi přijatých peněz z eur na české koruny (Taušer, 2007, s. 91).

NETTING

Netting je metoda, při které dochází k vzájemnému započtení pohledávek a závazků v různých měnách. Tato metoda je používána především velkými, nadnárodními společnostmi. Jednotlivé pobočky či dceřiné společnosti v rámci jedné multinacionální společnosti si navzájem započtou pohledávky a závazky, které jim vznikají ze vzájemných obchodních vztahů. Nadnárodní společnost tak sníží své transakční náklady, jelikož nemusí devizy převádět mezi jednotlivými bankovními účty. Navíc může značně snížit svou devizovou expozici (Mandel a Durčáková, 2016, s. 230). Jelikož tato metoda není aplikovatelná u menších firem a ani u společnosti Memsource a.s., nebudu se jí v této práci věnovat detailněji.

ÚPRAVY KUPNÍ SMLOUVY

Pokud má podnikatelský subjekt silnou pozici na trhu a dobrou vyjednávací pozici, může do obchodních smluv se svými odběrateli či dodavateli prosadit doložky, kterými lze devizovou expozici snížit. Jedná se především o kurzovou doložku. „*Kurzová či měnová doložka zakotvuje výchozí referenční hodnotu spotového kurzu, při kterém byla uskutečněna dohoda o ceně zboží a výši budoucí platby v rámci obchodního kontraktu. Dále i přesně stanovuje, jak se zahraniční cena zboží bude měnit v souvislosti se změnou spotového kurzu v období*

mezi uzavřením kontraktu a okamžikem provedení skutečné platby.“ (Mandel a Durčáková, 2016, s. 223). Pro ilustraci použijí příklad naší české exportní firmy. Předpokládejme, že česká společnost uzavře obchodní kontrakt s rakouským obchodním partnerem a součástí kupní smlouvy bude i kurzová doložka. Česká firma si vyjednává, že pokud česká koruna do doby splatnosti závazku rakouskou stranou zhodnotí o více než 4 %, dojde i k navýšení kupní ceny o x % (nemusí dojít k navýšení kupní ceny taktéž přesně o 4 %).

VOLBA FAKTURAČNÍ MĚNY

Ideálním řešením pro české exportní firmy by bylo natolik silné postavení na trhu, aby mohly na svých zahraničních odběratelích vyžadovat platby v českých korunách. Tím by se kurzové riziko přeneslo z domácích exportérů na zahraniční odběratele českého zboží a služeb. Taková situace je však v mezinárodních obchodních operacích se zeměmi eurozóny či USA velmi ojedinělá (Taušer, 2007, s. 92).

STRUKTURA ZADLUŽENÍ

Podnikatelský subjekt obchodující se zahraničím, by si měl brát úvěry v té měně, ve které inkasuje za prodej svého zboží či služeb do zahraničí. Tím si sníží svou devizovou expozici a předejde situaci, kdy by nebyl schopný splácet z důvodu znatelného pohybu měnového kurzu. Pokud tedy firma exportuje ve valné většině do eurozóny, měla i půjčka být v eurech.

1.4.2 Externí metody

Mezi externí metody se řadí takové způsoby zajištění, které využívají některý z instrumentů finančního trhu. Tyto nástroje se taktéž využívají pro spekulace na finančním trhu, nicméně v této diplomové práci se budu zabývat jejich původním účelem – zajištění rizik.

FORWARDY

Základní metoda externího zajištění kurzového rizika je nákup či prodej daného množství cizí měny na termínovém trhu za pevně stanovený kurz. Tím si společnost či jiný podnikatelský subjekt může zajistit k dnešnímu datu měnový kurz v budoucnu. Tím se eliminuje nejistota spojená s budoucím vývojem měnového kurzu dané cizí měny. Dle ČSOB (2018) patří forward mezi nejčastěji používané nástroje k zajištění proti pohybům směnných kurzů. Obvyklé termíny splatnosti jsou v rámci týdnů až měsíců, standartní je uzavírat forwardové operace na období do jednoho roku.

Předpokládejme, že česká obchodní firma uzavřela obchodní kontrakt s německým odběratelem a nyní má pohledávku ve výši dva miliony EUR, která je splatná za dva měsíce. Díky forwardu si může český exportér zajistit hodnotu svého korunového inkasa v budoucnu. Již dnes může česká firma na termínovém trhu prodat dva miliony EUR za koruny za dvouměsíční forwardový kurz. Firma tedy eliminovala nejistotu ohledně výše budoucího inkasa a může s budoucím korunovým inkasem dále kalkulovat ve svém finančním plánování. Český exportér se zajistil proti kurzové ztrátě, ale taktéž přišel o možnost profitovat na možné depreciaci české koruny. Forwardová operace tak eliminuje jak možnost kurzové ztráty, tak možnost kurzového zisku (Taušer, 2007, s. 45).

DEVIZOVÝ SWAP

Swapy jsou typicky tvořeny dvěma neoddělitelnými operacemi, které se uzavírají v jednom okamžiku. Jedná se o směnu předem určených toků v budoucnosti. V případě devizového swapu jsou navíc budoucí platby denominovány v různých měnách (Taušer, 2007, s. 68).

Podnikatelský subjekt se se svým swapovým partnerem (zpravidla bankou) dohodne na výměně určité sumy v domácí měně za měnu cizí, s tím, že k předem stanovenému datu dojde ke zpětné výměně. Použití devizových swapů jako metody pro zajištění kurzového rizika je vhodné především pro firmy, které nejen exportují zboží do zahraničí, ale zároveň i importují. Předpokládejme, že má česká firma pohledávku na zahraničního obchodního partnera ve výši jeden milion eur a zároveň víme, že za šest měsíců bude potřeba nakoupit stroj nutný k produkci zboží. Tento stroj se bude dovážet z Německa a stojí taktéž jeden milion eur. Namísto toho, aby česká firma uzavírala dvě oddělené forwardové operace, může využít devizového swapu a ušetřit na transakčních nákladech. Inkaso ve výši jednoho milionu eur za dodávku zboží do zahraničí smění za české koruny za aktuální měnový kurz – zde se jedná o spotový obchod. Firma zároveň se svým swapovým partnerem sjedná zpětný nákup jednoho milionu eur za termínový kurz (termínová část devizového swapu) (Taušer, 2007, s. 69).

OPCE

Opce se označují jako podmíněné termínové kontrakty. Držitel opce má právo, nikoli povinnost, nakoupit (*call opce*) či prodat (*put opce*) příslušné množství cizí měny za předem dohodnutý kurz. Pokud lze opci uplatnit pouze v předem stanovený den splatnosti opce, jedná se o takzvaně evropskou opci. Pokud lze opci uplatnit kdykoliv až do doby splatnosti, jedná se o tzv. opci americkou (Taušer, 2007, s. 73).

- **CALL OPCE**

Tato opce dává majiteli právo koupit určité množství cizí měny za předem stanovenou cenu, a to ve předem stanoveném datu. Prodávající této opce má na druhou stranu povinnost dostát svému závazku. Pokud se majitel opce rozhodne své právo na nákup cizí měny uplatnit, musí vypisovatel opce dodat předem stanovou částku cizí měny. K uplatnění call opce dojde tehdy, pokud je v den splatnosti opce spotový měnový kurz domácí měny vyšší než realizační kurz opce (předem dohodnutý kurz).

- **PUT OPCE**

Tato opce dává svému majiteli právo prodat určité množství cizí měny za předem stanovenou cenu, a to ve předem stanoveném datu. Prodávající této opce má na druhou stranu povinnost dostát svému závazku. Pokud se majitel opce rozhodne své právo na prodej cizí měny uplatnit, musí vypisovatel opce koupit předem stanovou částku cizí měny. K uplatnění put opce dojde tehdy, pokud je v den splatnosti opce spotový měnový kurz domácí měny nižší než realizační kurz opce (předem dohodnutý kurz).

Uvažujme českou exportní firmu, která chce využít opci pro zajištění své otevřené devizové pozice. Společnost má pohledávku za zahraničním odběratelem ve výši jednoho milionu EUR splatnou za tři měsíce. Finanční management firmy se chce zajistit proti apreciaci české koruny. Koupí tedy CZK/EUR put opci za dohodnutý realizační kurz 27,000 CZK/EUR. Pokud bude za tři měsíce, v den splatnosti opce, spotový kurz 27,500 CZK/EUR nechá majitel opci propadnout. Česká firma nebude převádět inkasovaný milion EUR za směnný kurz 27,000 CZK/EUR, jelikož by to pro ni bylo nevýhodné. Je však nutné počítat s platbou opční prémie, kterou majitel opce musí vždy vyplatit vypisovateli. Výše opční prémie ovšem pro majitele opce představuje maximální možnou výši ztráty. Je tedy jednoduché s touto možností předem počítat během rozhodování o uplatnění opce (ČSOB, 2018).

1.5 Devizová expozice a české exportní firmy

Česká republika je malá otevřená ekonomika, jejímiž hlavními obchodními partnery jsou členské státy Evropské unie a eurozóny. V roce 2017 byl celkový obrat zahraničního obchodu s 28 členskými státy EU v hodnotě 6 063 044 milionů korun. Z toho Německo se na tomto obratu podílelo 39 % (ČSÚ, 2018). Německo je nejdůležitější obchodní partner České republiky i pokud budeme brát v potaz země mimo Evropskou unii. V roce 2017 se Německo podílelo na celkovém obratu zahraničního obchodu ČR 29,4 %, což odpovídá hodnotě 2 365 437 milionů Kč (ČSÚ, 2018).

Z výše uvedených statistik vyplývá, že devizová expozice a kurzové riziko se týká mnoha českých podnikatelských subjektů. Proto se v následující části diplomové práce budu zabývat aktuálními přístupy k řízení kurzového rizika v českých firmách a změnami, které by nastaly s případným vstupem ČR do eurozóny.

1.5.1 Přístupy k řízení kurzového rizika

Král' (2003, s. 202) upozorňuje, že mnoho českých firem se vůči devizové expozici nijak nezajišťuje. To může být zapříčiněno jak neznalostí problematiky devizové expozice, tak neznalostí metod zajištění a řízení devizové expozice. Tato situace je ještě zjevnější u malých a středních podniků s obratem zahraničního obchodu do 300 tisíc CZK.

U větších podniků či dceřiných společností globálních firem je typický profesionálnější přístup k řízení devizové expozice. Král' (2003, s. 202) argumentuje, že v českém prostředí lze efektivní řízení nalézt právě u dceřiných společností, které profitují ze zahraničních zkušeností. Zaměstnanci z Čech jsou často posíláni na školení do sídla firmy. Případně jsou do české pobočky vysláni zahraniční zaměstnanci, kteří se na danou problematiku specializují. Stejně postupovala například i česká pobočka PwC – PwC ČR. V roce 2015 se ředitelkou oddělení „Treasury rizik“ stala Olga Cilečková, která dříve působila 10 let ve stejném oddělení v londýnské kanceláři PwC Velká Británie (AmCham, 2015). Právě toto oddělení se zabývá i devizovou expozicí.

Mnoho zahraničních firem má již nastavený jednotný proces řízení devizové expozice, který se implementuje v každé pobočce. V některých případech se dokonce ani česká pobočka nemusí devizovou expozicí zabývat, jelikož probíhá cash flow management mezi jednotlivými dcerami. Česká pobočka je pak pouze jednou částí celosvětové devizové pozice, jejíž řízení probíhá dle potřeb mateřské centrály. Tato metoda zajištění se nazývá *Netting* a je používána právě velkými nadnárodními společnostmi. Podstatou této metody je vzájemné započtení pohledávek a závazků mezi jednotlivými pobočkami firmy a mateřskou centrálou, tak aby se co nejvíce snížily transakční náklady a kurzové riziko.

Pokud české firmy nemají možnost využít zkušeností zahraniční centrály, Král' (2003, s. 206) navrhuje dvě hlavní možnosti přístupu k řízení kurzových rizik:

- a) Eliminovat kurzová rizika pomocí zajišťovacích metod a soustředit se na primární podnikatelskou činnost. Řízením kurzových rizik se může zabývat malý interní tým

nebo externí specialista (banka, poradenská firma apod.). Toto řešení je vhodné především pro malé a střední firmy.

- b) Vytvořit specializovaný interní tým, který se bude soustředit nejen na eliminaci kurzových rizik, ale i na úmyslné otevírání devizových pozic s cílem dosažení kurzového zisku. Tento přístup je realizovatelný hlavně u velkých společností.

Vycházejme z předpokladu, že mnoho menších a středních firem nemá nastavené žádné procesy zabývající se efektivním řízením devizové expozice. Je tedy nezbytné, aby prvním krokem každé takové firmy byla identifikace devizových pozice. Až poté může být zvolena vhodná strategie efektivního řízení.

Shapiro (2014, s. 401-406) zdůrazňuje, že přístup k řízení ekonomické devizové expozice je záležitostí týkající se nejen finančního oddělení. Proaktivní přístup by měl být vyžadován i od managementu marketingového oddělení a oddělení produkce výrobků. Pozornost by měla být věnována především těmto oblastem:

VÝBĚR KONCOVÉHO TRHU

Exportéři musí brát v potaz vliv pohybů měnového kurzu na konkurenceschopnost svých výrobků na vybraných zahraničních trzích. Měnový kurz má vliv i na příliv a odliv konkurenčních firem na daný trh. Tato problematika je ilustrována na příkladu silného amerického dolaru v 80. letech 20. století. Zahraniční firmy (především evropské a japonské) využily toho, že americké zboží bylo příliš drahé a značně zvýšily své tržní podíly na úkor firem amerických.

CENOVÁ STRATEGIE

Společnost exportující na zahraniční trhy, se musí rozhodnout, zda v případě deprecie domácí měny upřednostní velikost podílu na trhu nebo ziskovou marži. Výrobce může zvednout cenu výrobku v domácí měně a tím zvýšit svoji marži. Nebo může využít své konkurenční výhody plynoucí z nízkých cen a zvýšit svůj podíl na zahraničním trhu.

VÝROBKOVÁ STRATEGIE

Jedním ze způsobů, jak se firma může zajistit proti dlouhodobému apreciačnímu trendu je inovace svých produktů a výrobních řad. Aprecie domácí měny firmám neumožní to, aby byly konkurenceschopné jen na základě nízké ceny. Proto by se firma měla přeorientovat na výrobky vyšší kvality, které jsou určeny zákazníkům s vyššími příjmy a zajímá je i kvalita zboží, nejen cena. Tato strategie znamená, že by firma měla průběžně investovat do

vývoje a inovací. Může dojít ke vzniku R&D oddělení nebo alespoň stanovení částky, která bude pravidelně alokována na inovace.

ZMĚNA MÍSTA VÝROBY

Globální firmy, které mají továrny po celém světě, mají menší ekonomickou devizovou expozici než firmy, které vyrábějí své zboží pouze v jedné zemi. To je dáno tím, že nadnárodní firmy mohou snadno alokovat objemy své produkce do zemí, kde domácí měna deprecie. Zároveň mohou stahovat své výrobní (ale i například marketingové) aktivity ze zemí s apreciačním trendem.

Tato strategie by byla snadno aplikovatelná právě na příkladu softwarové firmy, kde velkou část nákladů představují platy IT specialistů a programátorů. Navíc neexistují žádné výrobní linky a stroje, které by bylo nutné přesouvat z jedné země do druhé či stavět nové haly nebo sklady.

1.5.2 Vliv přijetí eura na devizovou expozici českých firem

Vstupem do Evropské unie v roce 2004 se Česká republika zavázala přijmout jednotnou evropskou měnu. Vstup do eurozóny je možný až po splnění Maastrichtských konvergenčních kritérií, tak aby byla zajištěna ekonomická připravenost České republiky na změnu a sladění se zbytkem eurozóny. Nicméně přijetí eura v ČR nezáleží pouze na ekonomických ukazatelích, ale i na politické vůli vlád. Původní strategie přistoupení ČR k eurozóně z roku 2003 předpokládala zavedení eura v roce 2010. Její aktualizovaná verze z roku 2007 již žádný očekávaný termín neobsahovala (ČNB, 2018).

Ministerstvo financí ČR a Česká národní banka každoročně vyhodnocují plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupeň ekonomické sladění ČR s eurozónou. V posledním shrnutí z prosince 2017 je uvedeno, že Česká republika ve střednědobém výhledu bude pravděpodobně plnit všechna Maastrichtská kritéria kromě účasti v ERM II. A přestože se vlastní připravenost České republiky na přijetí eura nadále zlepšuje, celkovou připravenost dle ČNB a MF ČR nelze vyhodnotit jako dostatečnou. V dokumentu je zdůrazněna i současná nejistota ohledně budoucího politického a institucionálního směřování Evropské unie. Proto také uvedené instituce doporučují vládě České republiky prozatím nestanovovat cílové datum vstupu do eurozóny a nevstupovat do mechanismu směnných kurzů (ČNB, 2018).

Vstupem do eurozóny by české exportní firmy eliminovaly kurzová rizika spojená s kurzem měnového páru CZK/EUR. Rozhodně by ale kurzové riziko neeliminovaly úplně. Studie Evropské komise (2008) zkoumající devizové expozice firem sídlících v eurozóně uvádí, že hlavní zdroj expozice je kurz měnový pár USD/EUR.

Tato studie také uvádí, že nejpoužívanějšími metodami zajištění v eurozóně jsou forwardy, opce a swapy, a to se splatností do 12 měsíců. Podnikatelské subjekty v eurozóně používají tyto finanční instrumenty pro zajištění transakční devizové expozice, a to až do výše 100 % hodnoty obchodního kontraktu. Výhodou těchto firem je, že díky silné pozici eura mohou část transakční devizové expozice přenést na zahraniční obchodní partnery a dodavatele. Dle této studie Evropské komise (2008, s. 17) je téměř 50 % exportu z eurozóny mimo země EU fakturováno v eurech. Vstupem do eurozóny by tak české exportní firmy získaly silnější vyjednávací pozici vůči mimo evropským obchodním partnerům.

Dopad přijetí eura na ekonomickou devizovou expozici českých firem se odhaduje obtížněji. Mnoho firem v EU volí strategii dlouhodobého zajištění pomocí instrumentů finančního trhu či pomocí geografické diverzifikace dodavatelů, odběratelů, ale i lokalit primární produkce výrobků. Nicméně fakturace v domácí měně vůči odběratelům či dodavatelům, ani nástroje finančního trhu nezaručují dostačující ochranu vůči ekonomické devizové expozici.

2 Analýza vybraných měnových párů

V této kapitole se práce bude věnovat analýze měnových párů CZK/EUR a CZK/USD. Právě v těchto třech měnách je možné platit za software společnosti Memsource a.s. Platby v eurech tvoří 41% podíl na celkových příjmech. A zatímco ze Severní Ameriky pochází jen 13 % všech zákazníků, tak na celkových příjmech se tento region podílí 30 %.²

Memsource a.s. vznikají dvě otevřené devizové pozice: je dlouhá jak v amerických dolarech, tak v eurech. Proto se zaměřím i na korelaci měnových párů CZK/EUR a CZK/USD. Pro co největší diverzifikaci kurzového rizika dané firmy, by byl nejvýhodnější co nejnižší korelační koeficient (negativní korelace až k hodnotě -1) mezi měnovými páry CZK/EUR a CZK/USD. Japonsko je druhým největším exportním trhem společnosti Memsource a.s., hned po Spojených státech amerických. Proto se v této kapitole budu zabývat i možností fakturace v japonském jenu a dopadem této změny na ekonomickou expozici firmy.

2.1 Ekonomická situace exportních trhů

Analýza měnových párů bude založena na hlavních makroekonomických ukazatelích jednotlivých ekonomik a na historických datech. Existuje mnoho teorií a modelů zabývajících se predikcí pohybů měnových kurzů. Fundamentální analýza je jedním ze základních přístupů. Tato metoda pracuje s makroekonomickými veličinami jako inflace, úrokové sazby a rovnováha platební bilance. Kromě čistě ekonomických dat, je nutné brát v potaz i politickou, sociální anebo demografickou situaci ve zkoumaných ekonomikách.

Fundamentální analýza je velmi náročná na množství dat, navíc analytik musí často pracovat s očekávanými hodnotami makroekonomických veličin v budoucnosti. Predikce kurzů od různých analytiků se mohou lišit na základě toho, jak si interpretují ekonomické proměnné. Důležité je věnovat pozornost i tomu, jak je v modelu definována podmínka rovnováhy. (Shapiro, 2014, s. 171).

Levi (2005, s. 288) ve své knize poukazuje i na studie, podle kterých jsou predikce pohybů měnových kurzů na základě makroekonomických ukazatelů v krátkém období (do jednoho roka) málo kdy přesné. Proto by se tato analýza měla používat pouze pro dlouhé období.

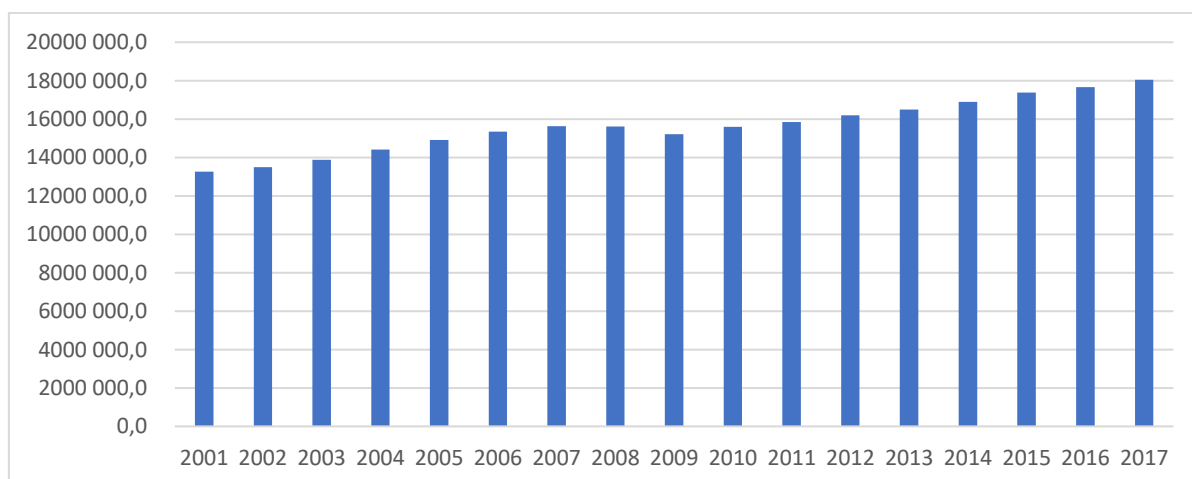
² Interní data společnosti Memsource a.s.

2.1.1 Spojené státy americké

Ekonomika Spojených států amerických a pohyby kurzu amerického dolaru mají globální dopad na ekonomiku celosvětově. V roce 2017 mělo HDP USA 15% podíl na celosvětovém HDP. Měnové páry, které jsou obchodovány na devizovém trhu, jsou ve valné většině případů kotovány proti americkým dolarem.

Jak vyplývá z Grafu 2-1, americká ekonomika stabilně roste, v roce 2018 rostlo HDP tempem 2,9 %. Toto tempo je od finanční krize v roce 2008 jedno s nejsilnějších mezi ekonomikami OECD. Jedná se o druhý nejdelší zaznamenaný růst v historii americké ekonomiky (OECD, 2018).

Graf 2-1 Vývoj HDP USA v reálných cenách (mil. USD)



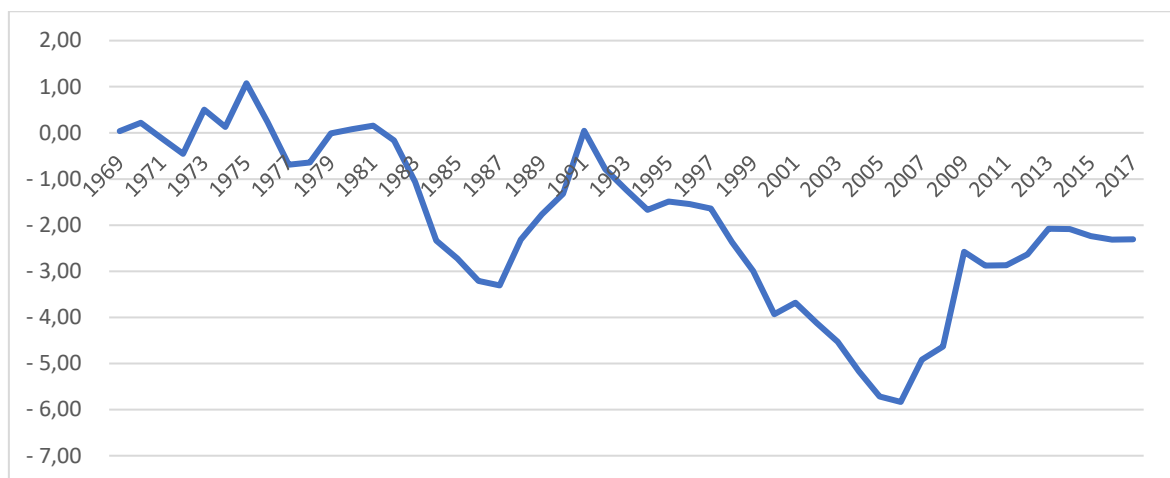
Zdroj OECD Stat (2019).

V roce 2018 byla zaznamenána inflace 1,9 %, a stejně tak jako v přecházejících letech se pohybovala okolo 2% cíle stanoveným Federálním rezervním systémem USA (FED). Dle americké vládní agentury CBO (2018) dojde v následujících letech k restrikci monetární politiky, tak aby se inflační trend stabilizoval a nedošlo k překročení 2% cíle. Inflační tlaky jsou jedním z důvodů, proč dochází ke zvyšování úrokových sazeb v USA. V září 2018 došlo k navýšení mezibankovní úrokové sazby na 2,25 %. Jedná se o osmé navýšení sazby od roku 2015.

Jak vyplývá z Grafu 2-2, jedním z hlavních problémů americké ekonomiky je dlouhodobý deficit běžného účtu platební bilance. Tento deficit je způsoben tím, že USA importuje více zboží a služeb, než exportuje. V roce 2017 měl tento deficit hodnotu 2,6 % HDP USA, tedy přibližně 500 miliard USD. Dle ekonomických teorií by tento deficit měl vést k tlakům na

depreciaci dolaru, tak aby došlo k nastolení rovnováhy. Stabilizačním prvkem běžného účtu platební bilance USA je však přebytek bilance prvotních důchodů.

Graf 2-2 Vývoj salda běžného účtu USA v % HDP



Zdroj OECD Stat. (2019).

Právě depreciaci amerického dolaru v následujících 10 až 15 letech očekává americká finanční společnost JP Morgan Chase (2018). Dle jejich poslední analýzy je americký dolar nadhodnocen. Tuto teorii staví na třech předpokladech:

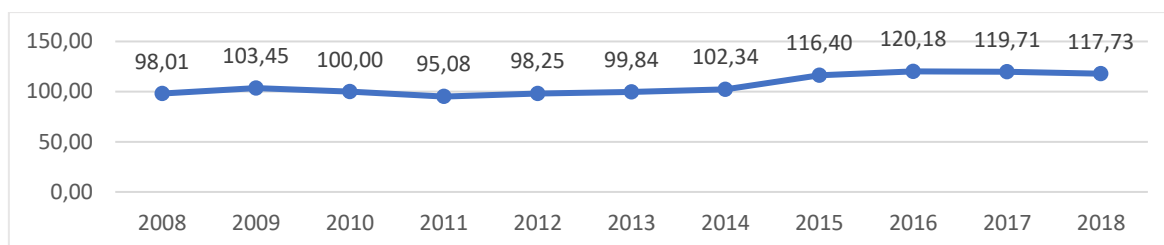
- Deficit běžného účtu platební bilance povede k depreciaci USD. Deficit běžného účtu vytváří nadbytek mezinárodní nabídky dolaru a tím také tlak na depreciaci dolaru.
- Existuje inflační diferenciál vůči hlavním obchodním partnerům USA. Dle předpokladů by inflace v USA měla být ročně o 0,7 % vyšší.
- Očekávané upouštění od politiky silného dolaru. V průběhu posledních 30 let vlády demokratů i republikánů prosazovaly politiku silného dolaru. Přestože to mělo negativní dopad na některá odvětví amerického průmyslu. Nicméně zvolení Donalda Trumpa prezidentem v roce 2016 znamenalo obrat v obchodní politice USA a nárůst protekcionistických tendencí.

Pro analýzu všech čtyř ekonomik použijí nominální efektivní kurz jako jeden z indikátorů vývoje mezinárodní konkurenceschopnosti země. Pro výpočet nominální efektivního kurzu se používá metoda váženého geometrického průměru poměru indexu nominálního kurzu domácí měny a koše zahraničních měn. Přičemž vahami jsou podíly největších obchodních partnerů na obrátu zahraničního obchodu. Pokles indexu pod hodnotu 100 se považuje za zvyšování cenové konkurenceschopnosti země. Naopak zvyšování indexu signalizuje

snížení cenové konkurenceschopnosti země oproti základnímu období. Růst indexu nominálního efektivního kurzu indikuje apreciaci domácí měny vůči koši zahraničních měn hlavních obchodních partnerů (MF ČR, 2018).

Jak je patrné z Grafu 2-3, od roku 2014 se index nominálního efektivního kurzu USD pohybuje nad hodnotou 100, což signalizuje trend zhoršování cenové konkurenceschopnosti amerického zboží na zahraničních trzích. Je otázkou, zdali se naplní předpovědi některých analytiků, kteří očekávají budoucí depreciaci dolaru. Je možné, že americký dolar se v současnosti nachází v apreciační bublině. Nominální efektivní kurz se tak možná v budoucnu vrátí na úroveň kolem 100, jako tomu bylo do roku 2014.

Graf 2-3 Nominální efektivní kurz USD



Zdroj IMF (2019).

2.1.2 Eurozóna

Eurozóna představuje měnovou oblast 19 členských států Evropské unie, které vstoupily do Evropské měnové unie a používají společnou měnu euro. Po překonání finanční a dluhové krize ekonomika opět roste, a to v roce 2018 tempem 2,2 %. Souhrnná hodnota HDP členských států eurozóny představuje přibližně 20 % světového HDP (OECD Stat., 2019).

Monetární politika je jednotná pro všechny členské státy měnové unie a je prováděna Evropskou centrální bankou. Aktuálním cílem eurozóny jsou reformy vedoucí ke stabilizaci evropských finančních institucí a kapitálových trhů, tak aby se zabránilo asymetrickým šokům a přeshraničnímu přenosu rizik v rámci unie. Eurozóna se navíc dlouhodobě potýká s problémy spojenými s veřejným zadlužením členských států, které pramení z nesjednocené a nedostatečně koordinované fiskální politiky. Dalším krokem v procesu sjednocování měnové unie jsou fiskální reformy, které by vedly ke snížení zadlužení a ochraně proti ekonomickým šokům.

Evropská centrální banka cíluje inflaci na úroveň 2 % a v roce 2018 zůstala inflace pod tímto cílem na hodnotě 1,6 %. Dá se tedy předpokládat, že ECB bude nadále provádět expanzivní monetární politiku. Přiblížení k cíli 2 % se očekává koncem roku 2019. Referenční úroková sazba (EURIBOR) byla na konci roku 2018 záporná (-0,27 %) a očekává se její pozvolné zvyšování. Dle předpokladů ECB by mohla dosáhnout kladných hodnot v roce 2020.

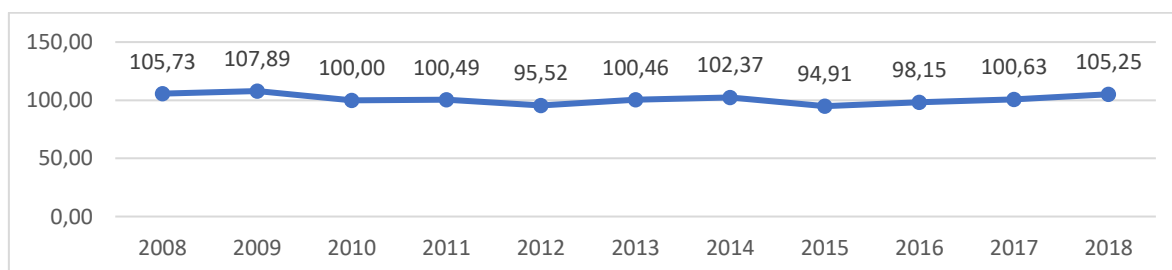
Běžný účet platební bilance eurozóny je v přebytku, v roce 2017 to bylo 3,8 % hodnoty HDP států eurozóny. Německo a Nizozemí jsou členské státy s největšími přebytky na běžném účtu (OECD, 2018).

Christine Lagerde, generální ředitelka Mezinárodního měnového fondu, nastínila budoucnost eura a eurozóny ve své řeči na konferenci „*The Euro at 20*“ (IMF, 2018). Uvedla tři hlavní oblasti, na které je třeba se zaměřit, tak aby byla zajištěna stabilita měnové unie a eura:

- Rozvoj a spolupráce v rámci Jednotného mechanismu pro řešení bankovních problémů (Single Resolution Mechanism, SRM), který je jedním z opěrných pilířů bankovní unie.
- Integrace kapitálových a finančních trhů a příprava na odliv finančních společností z Londýna v důsledku Brexitu.
- Zavedení společných fiskálních pravidel pro členské země eurozóny a větší sdílení fiskálních rizik v rámci měnové unie.

Na rozdíl od amerického dolaru, v případě nominálního efektivního kurzu eura nelze vysledovat jasný trend v posledních letech. Hodnoty byly od roku 2008 víceméně stabilní bez výrazných oscilací. Z Grafu 2-4 vyplývá, že v roce 2018 se po letech stagnace eurozóna poprvé dostala na předkrizové hodnoty nominálního efektivního kurzu.

Graf 2-4 Nominální efektivní kurz EUR



Zdroj IMF (2019).

Budoucí vývoj kurzu eura je obtížné predikovat. V současné době stále není vyřešena otázka vystoupení Velké Británie z Evropské unie, což vede k nejistotě mezi investory. Predikci budoucího vývoje navíc stěžuje diferencovaný růst ekonomik eurozóny. Kurz eura se v budoucnosti bude odvíjet i od toho, zdali jižní státy EMU jako Francie a Itálie budou schopny provést nezbytné strukturální reformy. Pokud se nepodaří sjednotit a koordinovat fiskální politiky členských států eurozóny, lze očekávat budoucí depreciaci kurzu EUR.

2.1.3 Japonsko

Japonská ekonomika po druhé světové válce prošla kompletní restrukturalizací. Díky investicím do inovací se z Japonska stala technologicky vyspělá země s třetím největším HDP na světě a druhými nejvyššími výdaji na výzkum a vývoj. Japonské firmy vyrábějí konkurenceschopné zboží a přebytek běžného účtu platební bilance je přibližně 4 % HDP. Nicméně v posledních dvaceti letech se japonská ekonomika potýká s pomalým růstem HDP (od roku 2012 průměrně 1 % ročně), deflací a vysokým veřejným zadlužením (OECD Stat., 2019).

V roce 2012 japonský premiér Šinzó Abe představil plán na obnovu ekonomického růstu. Tento soubor opatření a stimulů se zaměřuje na tři hlavní oblasti a souhrnně se označuje jako Abenomika:

- Expanzivní monetární politika, tak aby bylo dosaženo inflace na úrovni 2 %
- Strukturální reformy a liberalizace trhu
- Ekonomická diplomacie a členství v mezinárodních organizacích a regionálních uskupeních

Z reportu OECD (2017) vyplývá, že tato opatření zafungovala a od roku 2012 se podařilo nastartovat růst HDP a dostat se z deflace na úroveň inflace 0,9 % v roce 2017. Japonská centrální banka cíluje inflaci pomocí monetární politiky na 2 %.

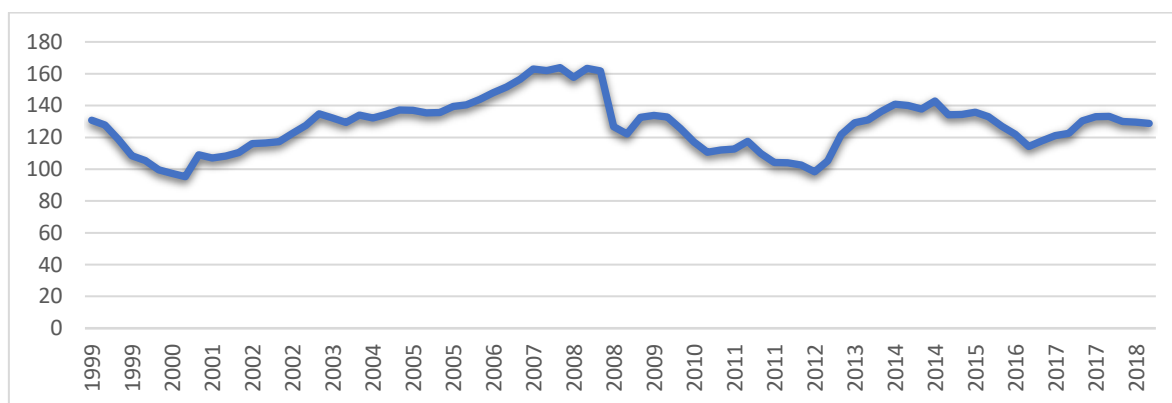
Fiskální stabilita a vládní dluh jsou jedním z hlavních problémů japonské ekonomiky. Na výši vládních výdajů má vliv i stárnutí populace. Na základě současného trendu se očekává, že do roku 2065 poklesne počet obyvatel ze 127 milionů na 88 milionů. Proto se současná vláda snaží zavádět fiskální a sociální reformy (Gov.UK, 2018).

V roce 2017 byl schodek vládního rozpočtu 4,5 % HDP oproti schodku 8,1 % HDP v roce 2012. Nicméně státní dluh nadále roste a v současnosti dosahuje 253 % HDP, což je největší veřejné zadlužení na světě (Ministry of Finance, 2018, s. 11).

Japonský jen je po dolaru a euru třetí nejobchodovanější měnou na světě a nejvíce obchodovanou měnou v Asii. Japonská vláda se snaží udržet nízkou hodnotu jenu vůči hlavním světovým měnám, aby podpořila konkurenceschopnost japonského exportu. Navíc kvůli boji proti deflační spirále jsou v Japonsku udržovány velmi nízké úrokové sazby. Mnoho analytiků tak argumentuje, že hodnota jenu byla v minulosti uměle podhodnocována. Nicméně v posledních letech japonský jen posiloval jak vůči dolaru, tak vůči euru (Currency Solutions, 2014).

Jak vyplývá z Grafu 2-5, v přímé kotaci měnového páru EUR/JPY z japonského pohledu dosáhl měnový kurz jenu svého maxima v červnu roku 2008, kdy byl podle analytiků uměle podhodnocen vůči euru až o 40 %. Za jedno euro bylo možné na devizovém trhu obdržet 169,75 jenů. V dubnu 2019 se měnový pár obchodoval za 125,86 JPY/EUR (ECB, 2019).

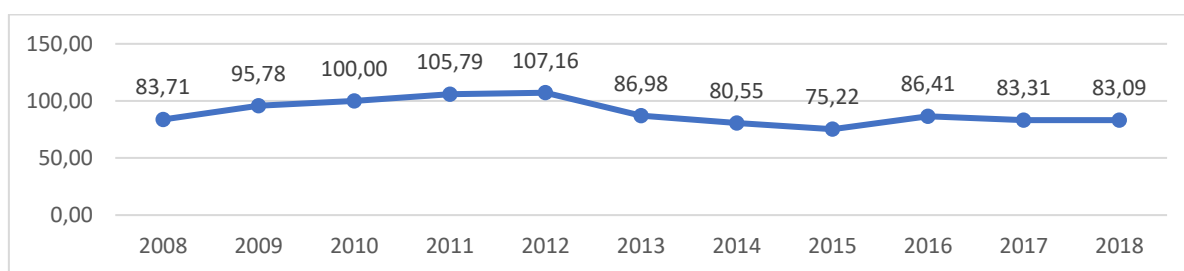
Graf 2-5 Vývoj měnového páru JPY/EUR



Zdroj ECB Statistical Data (2019).

Zatímco nominální efektivní kurzy USD a EUR se v posledních letech pohybují nad hodnotami 100, nominální efektivní kurz JPY překonal hranici 100 naposledy v roce 2012. Oscilace kolem hodnoty 80 v posledních šesti letech je patrná na Grafu 2-6. Dlouhodobý trend deprecie (a tedy růstu cenové konkurenceschopnosti vůči hlavním zahraničním obchodním partnerům) je pravděpodobně způsoben umělým podhodnocením japonského jenu. Japonská vláda se tak snaží podpořit konkurenceschopnost japonského exportu vůči exportu hlavních regionálních rivalů jako jsou Čína a Jižní Korea.

Graf 2-6 Nominální efektivní kurz JPY



Zdroj IMF (2019).

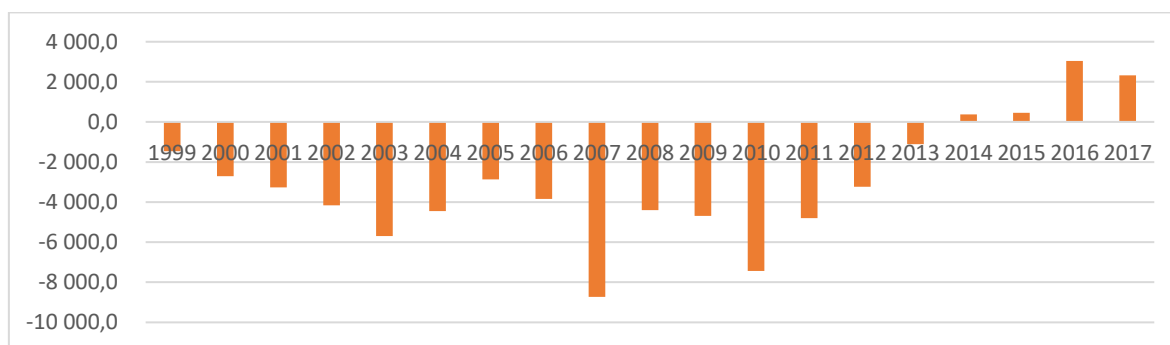
2.1.4 Česká republika

Po roce 1989 prošla ekonomika České republiky zásadní transformací na tržní hospodářství. Společně s reformami, které vrátily výrobu do soukromého vlastnictví, se Česká republika otevřela zahraničnímu obchodu. Zlomový okamžik pro budoucí směřování a rozvoj ekonomiky byl vstup do Evropské unie v roce 2004. V současné době je Česká republika malá otevřená ekonomika, jejíž podíl exportu na HDP se od roku 1997 zvýšil z 27 % na 67 % v roce 2017 (ČSÚ, 2018).

Vývoz do ostatních členských států EU, především do sousedního Německa, je zásadní pro růst české ekonomiky. Jak je vidět na Grafu 2-7, saldo běžného účtu platební bilance je v přebytku od roku 2014. V roce 2017 dosáhl přebytek 2 315 milionů USD. V poměru k HDP země činí přebytek přibližně 1,25 % HDP (OECD, 2019).

Růst HDP je kladný od roku 2014. V roce 2018 se růst HDP pohyboval kolem 2,9 % a MF ČR (2018) očekává velmi podobné tempo růstu i v roce 2019.

Graf 2-7 Saldo běžného účtu ČR v mil. USD



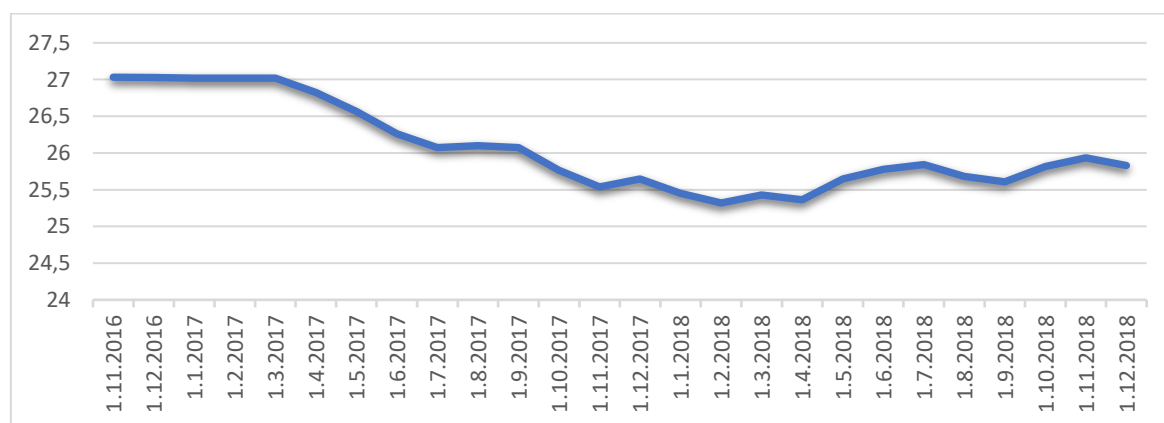
Zdroj OECD (2019).

Vysoké tempo růstu české ekonomiky se odrazilo v nízké nezaměstnanosti, v roce 2018 pohybovala na úrovni 2,3 %. Nízké procento nezaměstnanosti vede k tlaku na rychlý růst nominálních mezd a k růstu domácí spotřeby. I proto se inflace pohybuje nad 2% cílem stanoveným Českou národní bankou. V roce 2018 byla průměrná inflace 2,1 %. Nadprůměrná inflace se týká především ubytování a nemovitostí. Někteří analytici upozorňují na evidentní přehřívání trhu s nemovitostmi. Inflační tlaky v posledních letech vedly k postupnému zvyšování úrokových sazeb ze strany České národní banky (Delloite, 2017).

Pro malou otevřenou ekonomiku, jako je Česká republika, je vývoj měnového kurzu zásadní pro makroekonomickou stabilitu země. Česká republika měla až do roku 1997 fixní měnový kurz. Nicméně příliv spekulativního kapitálu a spekulativní útoky proti fixnímu kurzu v roce 1997 vedly k přechodu k pohyblivému měnovému kurzu (řízený floatingu). Po přechodu k floatingu česká koruna posilovala a konvergovala k měnám vyspělých zemí prostřednictvím kurzového kanálu. Dlouhodobý apreciační trend byl přerušen finanční krizí v roce 2008. V roce 2013 Česká národní banka zahájila devizové intervence při kurzovém závazku 27 CZK/EUR s cílem oslabit českou korunu. Hlavním motivem pro použití tohoto měnového nástroje byla snaha udržet cenovou stabilitu v české ekonomice a vyhnout se hroící deflaci. Česká národní banka držela měnový kurz na (respektive nad) úrovni 27 CZK/EUR až do dubna 2017 (ČNB, 2019).

Po ukončení kurzového závazku kurz české koruny vůči euru začal apreciovat. Nicméně jak vyplývá z Grafu 2-8, apreceiace nebyla ani zdaleka tak silná, jak se očekávalo. Od dubna 2017 česká koruna apreciovala z 27,058 CZK/EUR na 25,693 CZK/EUR v dubnu 2019 (ECB, 2019).

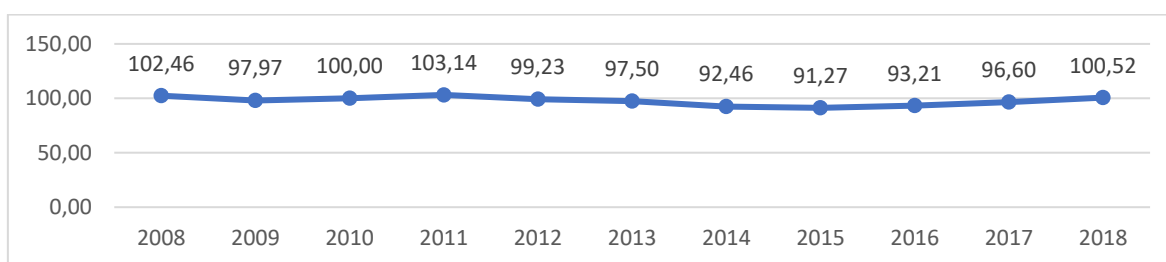
Graf 2-8 Vývoj CZK/EUR po ukončení kurzového závazku, měsíční data



Zdroj ČNB (2019).

Z Grafu 2-9 je patrné období stagnace české koruny vůči hlavním zahraničním obchodním partnerům, které nastalo po roce 2008. Hodnoty nominálního efektivního kurzu oscilovaly kolem hodnoty 100 bez zásadních výkyvů. V letech 2013-2016, kdy Česká národní banka úmyslně oslabovala kurz české koruny, došlo k poklesu nominálního efektivního kurzu až k hodnotám okolo 90. V tomto období tak značně vzrostla cenová konkurenceschopnost českého exportu vůči hlavním zahraničním obchodním partnerům ČR. Po opuštění kurzového závazku česká koruna začala apreciovat a hodnoty nominálního efektivního kurzu opět vrátili ke 100.

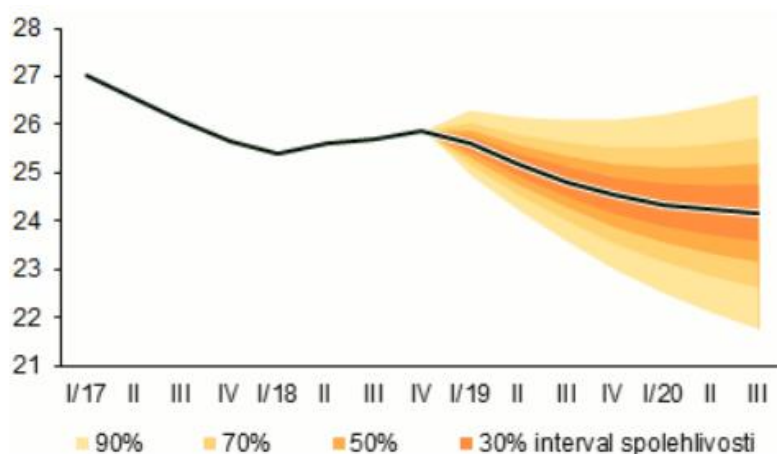
Graf 2-9 Nominální efektivní kurz CZK



Zdroj IMF (2019).

Česká národní banka (2019) ve své prognóze předpokládá budoucí apreciaci kurzu české koruny, a to na hodnotu 25,00 CZK/EUR v roce 2019 a hodnotu 24,20 CZK/EUR v roce 2020. Tato prognóza spolu s intervaly spolehlivosti je znázorněna na Obrázku 2-1.

Obrázek 2-1 Prognóza kurzu CZK/EUR



Zdroj ČNB (2019).

Hlavní ekonom Komerční banky Jan Vejmelek vidí jako hlavní překážku pro budoucí apreciaci koruny velké devizové rezervy, které vznikly intervencemi ČNB mezi lety 2013–2017. Česká národní banka je v současnosti dlouhá v devizách a krátká v korunách při vysoké bilanční sumě. Z toho vyplývá, že tržní subjekty mají otevřenou dlouhou pozici

v korunách a ve snaze dosáhnout spekulativního zisku budou při prodeji koruny tlačit na její depreciaci. Proto Vejmělek považuje prognózy ČNB za příliš optimistické. Hlavní ekonomka Raiffeisenbank Helena Horská upozorňuje, že kromě makroekonomických ukazatelů české ekonomiky mají na budoucí vývoj kurzu české koruny vliv i externí faktory. Apresiasi koruny lze očekávat, pokud se podaří brzy (a uspokojivě pro EU) vyřešit otázku Brexitu. Uzavření nové obchodní dohody mezi USA a EU a celkové oživení globální ekonomiky by taktéž měly napomoci budoucímu posilování kurzu koruny (Česká televize, 2019).

2.2 Vývoj měnových párů v čase

Evropská měnová unie oficiálně vzniká 1.1.1999, kdy byla zavedena společná měna pro devizové obchodní transakce. V tento den taktéž Evropská centrální banka začíná provádět monetární politiku, která je společná pro všechny členské státy eurozóny. Jelikož data pro měnový pár CZK/EUR jsou dostupná až od roku 1998, veškeré analýzy vývoje vybraných měnových párů jsou pro stejný časový úsek (31.5.1998 – 31.12.2018) a založeny na datech v měsíční frekvenci.

Pokud bychom vycházeli z trendové funkce založené na časovém vývoji české koruny vůči hlavním světovým měnám, došli bychom k závěru, že koruna od roku 1998 dlouhodobě apreciuje. Koruna do roku 2008 konvergovala k vyspělým zemím prostřednictvím kursového kanálu. Nicméně, tato kursová konvergence se zastavila po roce 2008. Proto je nezbytné rozdělit vývoj měnových párů na dva časové úseky a nahlížet na ně odděleně.

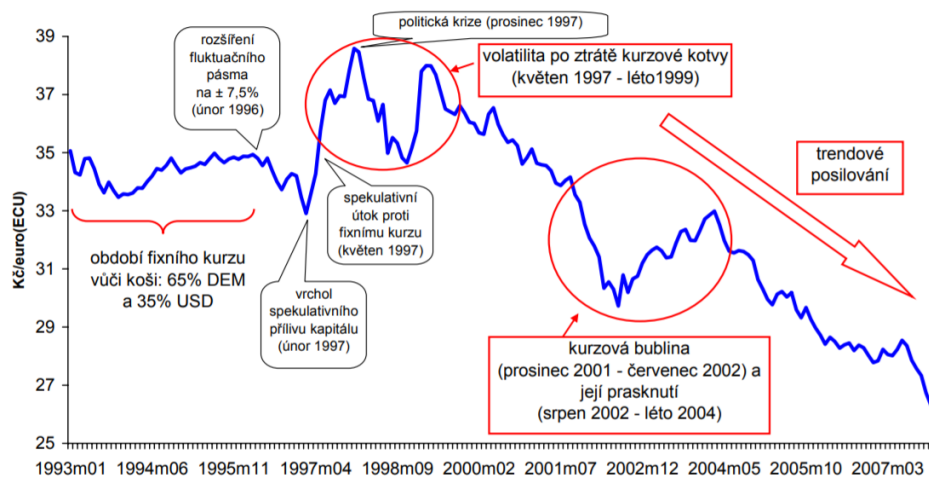
2.2.1 CZK/EUR

Zásadním momentem v historii vývoje měnového páru CZK/EUR je zavedení eura jako měny v roce 1999. V té době stanovila České národní banka pro obchodování daného měnového páru počáteční kurz 35,226 CZK/EUR. V březnu 1999 kurz dosáhl svého maxima, když hodnota vzrostla až na 38,583 CZK/EUR. Tato hodnota od té doby nebyla překročena. Z trendové křivky na Grafu 2-10 je patrný trend posilování české koruny vůči euru od roku 1999 do roku 2018. Nicméně, při pohledu na grafy znázorňující vývoj tohoto měnového páru je vidět několik období, které se tomuto trendu vymykají.

Na Grafu 2-11 je patrné období apreciační bubliny (prosinec 2001 až červenec 2002). Česká koruna tehdy meziročně posílila o více než 3 koruny. V létě 2002 pak následovaly intervence České národní banky proti dalšímu posilování koruny. V této době se kurz ustálil na

hodnotách kolem 31 CZK/EUR. Česká koruna dosáhla vůči euru svého minima těsně před hospodářskou krizí. V červenci 2008 bylo možné koupit 1 euro za 22,968 korun. Hlavní kurzové události v historii české koruny a měnového páru CZK/EUR do roku 2008 jsou znázorněny na Obrázku 2-2.

Obrázek 2-2 Hlavní kurzové události české koruny (1993-2008)



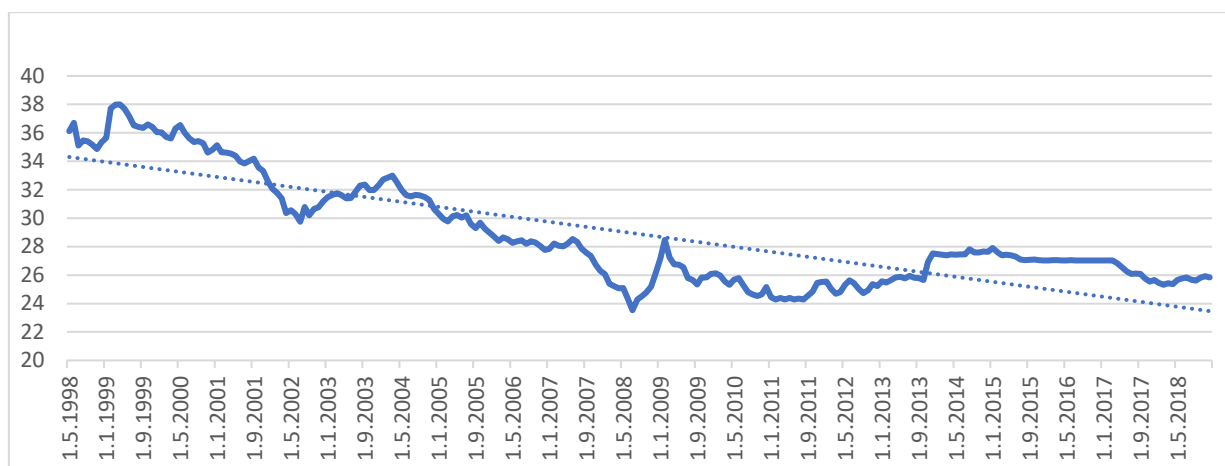
Zdroj ČNB (2008).

Apreciační trend české koruny přerušila světová ekonomická krize. Jak je patrné z Grafu 2-12, v období mezi roky 2008 až 2018 česká koruna stagnuje. Přestože dopad hospodářské krize nebyl v České republice tak výrazný jako v jiných členských zemích EU, i tak došlo v ČR k hospodářskému propadu. Česká koruna vůči euru oslabila a kurz znovu překročil hranici 28 CZK/EUR.

Česká republika nebyla výrazně zasažena ani evropskou dluhovou krizí a kurz CZK/EUR v období 2009-2012 výrazně neosciloval. Nicméně v roce 2013 Česká národní banka znovu intervenovala. Hlavním důvodem pro intervenci byla obava z hrozící deflace v české ekonomice. Česká národní banka použila kurzový závazek jako nástroj monetární politiky a až do dubna roku 2017 držela hodnotu kurzu na (respektive nad) úrovni 27 CZK/EUR.

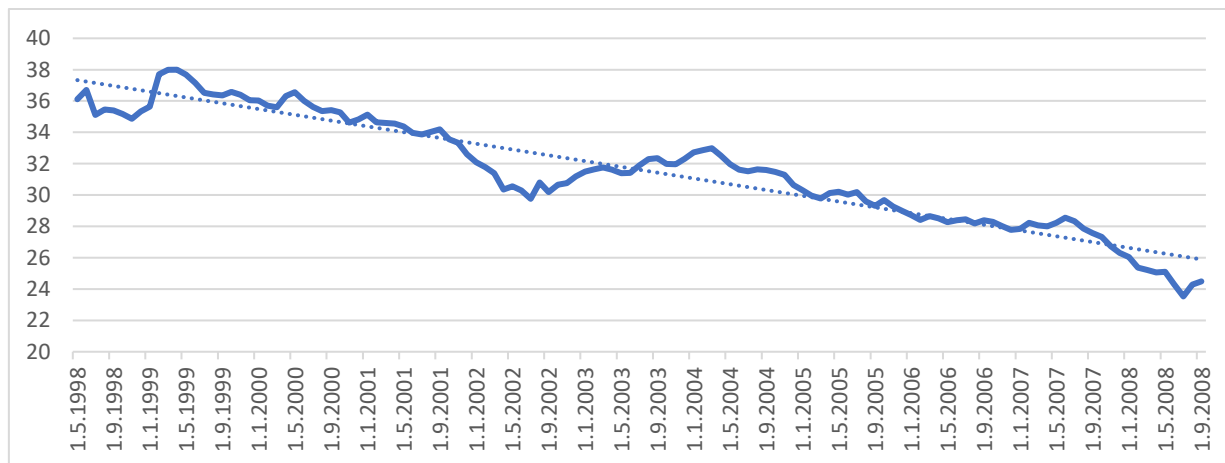
Toto období je jasně patrné na Grafu 2-12. V roce 2017 inflace již směřovala k inflačnímu cíli stanovenému Českou národní bankou. ČNB tak v dubnu 2017 od kurzového závazku ustoupila. Přestože koruna rychle apreciovala ke kurzu 25 CZK/EUR, nenaplnily se očekávání některých analytiků, kteří předpokládali posílení koruny až na úroveň 23 CZK/EUR.

Graf 2-10 Vývoj měnového páru CZK/EUR (1998-2018), měsíční data



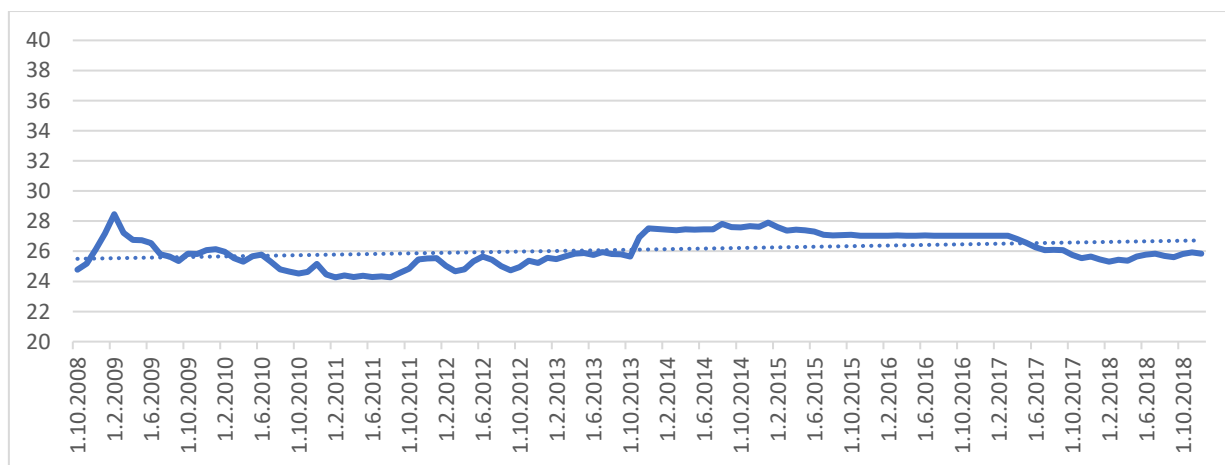
Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-11 Vývoj měnového páru CZK/EUR (1998-2008), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-12 Vývoj měnového páru CZK/EUR (2008-2018), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2018), vlastní zpracování.

2.2.2 CZK/USD

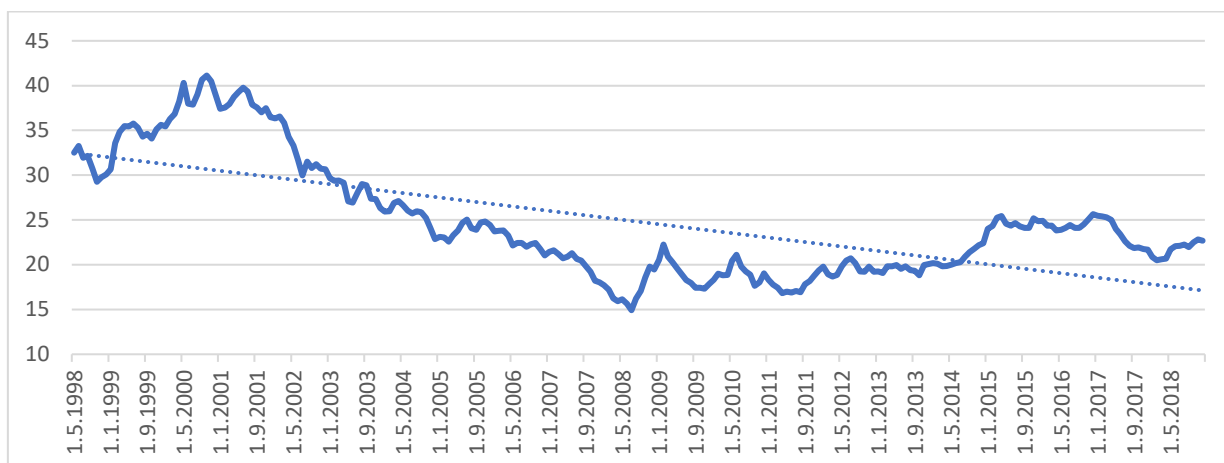
Americký dolar je jednou z nejzásadnějších světových měn a jeho vývoj má dopad na celosvětovou ekonomickou situaci. Americký dolar je taktéž nejvíce obchodovanou měnou na mezinárodním měnovém trhu a většina státních rezerv je držena právě v dolarech. Pro Českou republiku je hlavní zahraniční měnou euro, a to z důvodu geografické polohy a teritoriálního zaměření zahraničního obchodu ČR. Nicméně i americký dolar a jeho vývoj má zásadní vliv na české podnikatelské subjekty.

Přestože česká koruna zaznamenala na přelomu tisíciletí značný apreciační trend vůči euru, tak situace u měnového páru CZK/USD byla přesně opačná. Americká ekonomika v letech 1997-2000 rostla průměrným tempem 4,5 % ročně (OECD, 2019). Právě v tomto období dosáhl měnový pár svého maxima. V říjnu 2000 byla zaznamenána průměrná měsíční hodnota 41,125 CZK/USD (ČNB, 2019). Jak je patrné na Grafu 2-13, toto období se vymyká i trendové křivce vývoje měnového páru CZK/USD mezi lety 1998 až 2018.

Splasknutí technologické bubliny a krach mnoha nových internetových společností započaly období oslabování dolaru. Teroristické útoky 11. září a následné vojenské operace v Afganistánu a Iráku měly negativní dopad na důvěryhodnost amerického dolaru jako stabilní měny. Apreciační trend české koruny vůči americkému dolaru v letech 2002 až 2008 jasně vyplývá z Grafu 2-14. Právě v tomto období dosáhl měnový pár CZK/USD svého minima, a to v červenci 2008: 14,89 CZK/USD (ČNB, 2019). V roce 2008 došlo ve Spojených státech amerických ke splasknutí hypotéční bubliny a pádu americké banky Lehman Brothers. Následná hospodářská a finanční krize zasáhla celosvětovou ekonomiku. Během této nejisté doby byl americký dolar vnímán jako stabilní a bezpečná měna. Mnoho investorů proto dávalo přednost investicím do amerického dolaru před jinými spekulativními měnami.

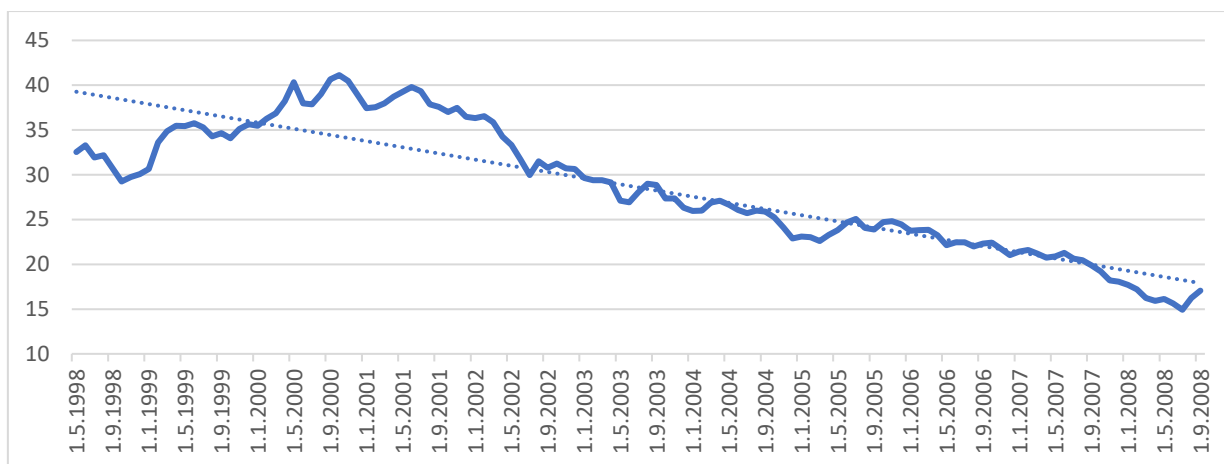
Trendová křivka na Grafu 2-15 ilustruje období deprecie české koruny. Měnový pár CZK/USD znovu překročil hodnotu 20 CZK/USD a v období kurzového závazku hodnota oscilovala okolo 24 CZK/USD. Jak bylo uvedeno v podkapitole 2.1.1 *Ekonomická situace Spojených států amerických*, někteří analytici považují současný kurz dolaru za nadhodnocený. Je tedy možné, že v blízké budoucnosti kurz opět klesne pod hodnotu 20 CZK/USD a tento měnový pár naváže na předkrizový apreciační trend české koruny.

Graf 2-13 Vývoj měnového páru CZK/USD (1998-2018), měsíční data



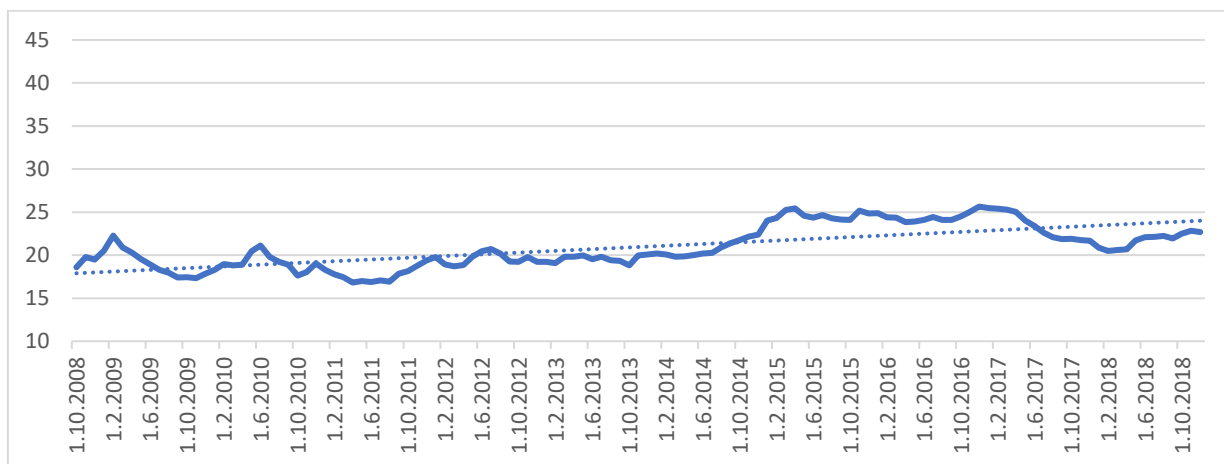
Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-14 Vývoj měnového páru CZK/USD (1998-2008), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-15 Vývoj měnového páru CZK/USD (2008-2018), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

2.2.3 CZK/JPY

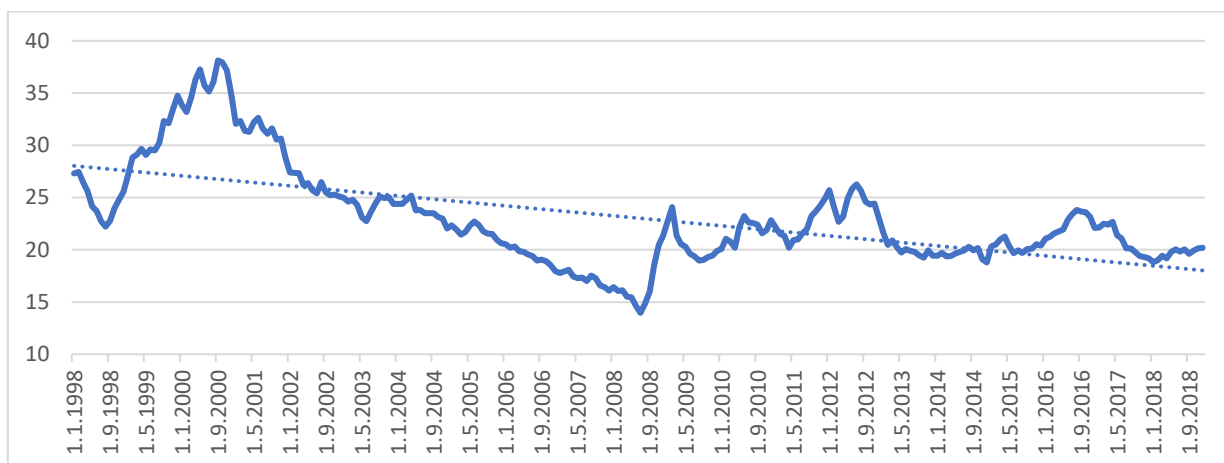
Analýzu vývoje měnového páru CZK/JPY jsem do práce zařadila z toho důvodu, že příjmy od japonských firem se zásadně podílí na celkových příjmech společnosti Memsource a.s. V současné době vývoj tohoto měnového páru není firmou sledován, jelikož zákazníkům není umožněno platit za služby v japonských jenech. Nicméně rostoucí tlak ze strany japonských klientů vedl k otevření diskuze o zavedení možnosti fakturace v jenech. Při těchto úvahách je však třeba brát v potaz, že Japonská centrální banka (BoJ) se často uchyluje k nestandardní monetární politice a intervencím, které mají vliv i na vývoj měnového páru CZK/JPY.

Nominální hodnoty měnového páru jsou v této části vždy uváděny v poměru CZK/100 JPY. V tomto čtenářsky přívětivějším tvaru zveřejňuje data týkající se měnového páru CZK/JPY i Česká národní banka (z jejíchž zdrojů vycházejí níže analyzované grafy). Jak je patrné z Grafu 2-16 vývoj měnového páru CZK/JPY mezi lety 1998-2018 vykazuje stejný apreciační trend jako u měnových párů CZK/USD a CZK/EUR. Nicméně i zde dochází ke značným výkyvům kolem trendové křivky, a proto je nutné rozdělit analyzované období na dva časové úseky.

Jak vyplývá z Grafu 2-17 v období na přelomu tisíciletí došlo ke značné apreciaci japonského jenu. Tato aprece byla způsobena nekonvenčními nástroji BoJ (politika nulových úrokových sazeb, kvantitativní uvolňování a úvěrové uvolňování), které vedly ke stimulaci ekonomického růstu. Tento masivní apreciační trend byl zastaven intervencemi v roce 2003, aby byla ochráněna konkurenceschopnost japonských exportérů (Bank of Japan, 2014, s. 4). Na přelomu tisíciletí měnový pár CZK/JPY taktéž dosáhl svého maxima, a to v říjnu 2000 hodnoty 37,95 CZK/100 JPY (ČNB, 2019).

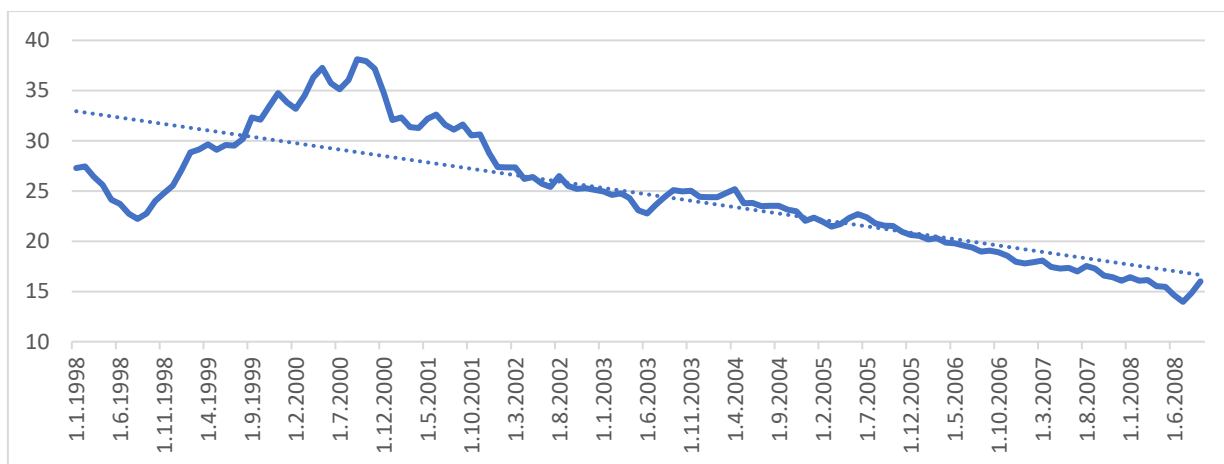
Období po roce 2008 do roku 2018 vykazuje největší stagnační trend ze všech tří mnou analyzovaných měnových párů. Za povšimnutí stojí období okolo let 2013 až 2015. Přestože v těchto letech Česká národní banka intervenovala proti apreciaci koruny, na Grafu 2-18 je patrná aprece české koruny vůči japonskému jenu a oscilace od trendové křivky. Japonské centrální banka totiž od roku 2013 taktéž prováděla vlastní protideflační monetární politiku a záměrně podhodnocovala hodnotu japonského jenu. Někteří analytici upozorňují, že tato strategie japonské vlády nemá bojovat pouze proti deflaci. Za podhodnocováním měny stojí i snaha o udržení konkurenceschopnosti v regionu a konkurenční boj s Čínou a Jižní Koreou (UBS, 2018, s. 49).

Graf 2-16 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (1998-2018), měsíční data



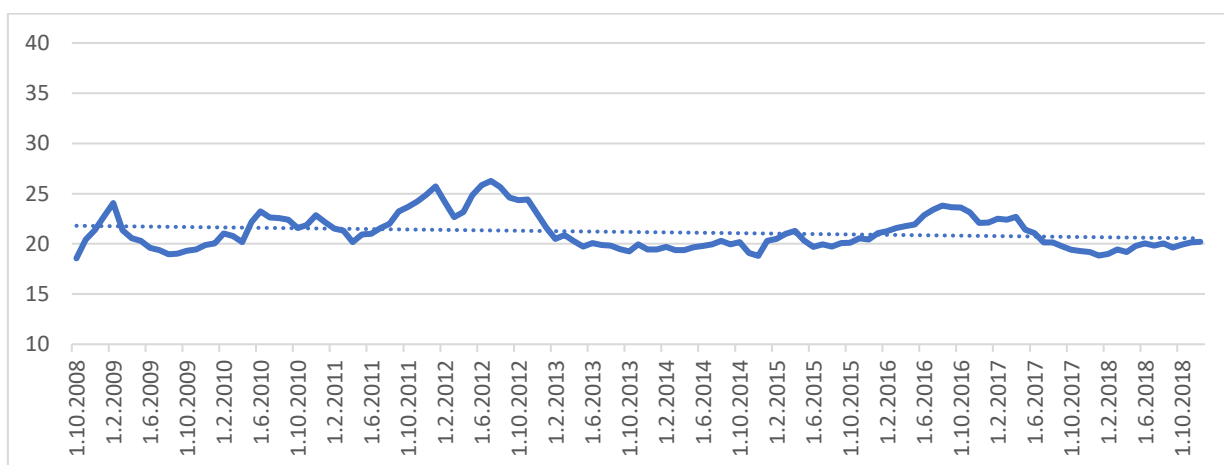
Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-17 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (1998-2008), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

Graf 2-18 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (2008-2018), měsíční data



Zdroj dat ČNB (2019), vlastní zpracování.

2.3 Korelace vybraných měnových párů

Ve společnosti Memsource a.s. dochází k otevřeným devizovým pozicím ve dvou měnách. I proto se práce bude zabývat vzájemnou korelací měnových párů CZK/EUR a CZK/USD. Korelace vybraných měnových párů má vliv rozhodování o způsobu zajištění devizové expozice. Pokud by byl korelační koeficient mezi měnovými páry CZK/USD a CZK/EUR nižší než 0 došlo by k diverzifikaci rizika a přirozenému hedgingu. Pokud vycházíme z předpokladu, že společnost Memsource je dlouhá jak v eurech, tak v dolarech, pak ideální je co nejnižší korelační koeficient mezi měnovými páry CZK/EUR a CZK/USD. Při negativním korelačním koeficientu (do hodnoty -1) mezi měnovými páry je zhodnocení domácí měny vůči jedné měně kompenzováno znehodnocením oproti měně druhé.

Kvůli významnému podílu japonských klientů na celkové struktuře příjmů společnosti se uvažuje o zavedení možnosti fakturace v japonských jenech. Proto jsem se zaměřila i na korelace měnového páru CZK/JPY s CZK/EUR a s CZK/USD. V případě přívětivých korelací by mohlo být zavedení fakturace v japonském jenu jedním z nástrojů, jak snížit ekonomickou devizovou expozici společnosti Memsource a.s.

Jak bylo zmíněno v podkapitole 2.2 *Vývoj měnových párů v čase*, analýzu pohybu české koruny za posledních 20 let je nutné rozdělit na dva časové úseky. Pokud bychom vycházeli z korelační matice, která je sestavena na základě měsíčních dat za období 1998 až 2018 (Tabulka 2-1), naše závěry by byly značně zkreslené. Všechny korelační koeficienty v Tabulce 2-1 jsou kladné a blíží se 1. Nejvyšší korelační koeficient je patrný mezi měnovými páry CZK/EUR a CZK/USD. Hodnota 0,9 je značně nevýhodná pro analyzovanou společnost Memsource a.s., která je dlouhá jak v dolarech, tak v eurech. Daný korelační koeficient nepřispívá k přirozenému uzavírání otevřených devizových pozic.

Tabulka 2-1 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 1998-2018)

Měnový pár	CZK/JPY	CZK/USD	CZK/EUR
CZK/JPY	1		
CZK/USD	0,867703	1	
CZK/EUR	0,763896	0,901736	1

Zdroj dat ČNB (2019), vlastní výpočet.

Pro všechny tři měnové páry byl v přecházejících podkapitolách odvozen dlouhodobý apreciační trend české koruny v letech 1998 až 2008. Z Tabulky 2-2 je patrné, že korelační koeficienty se příliš neliší od korelačních koeficientů pro období 1998 až 2018. Z dat pro kratší období vychází silnější pozitivní korelace pro měnové páry CZK/JPY a CZK/USD a taktéž pro páry CZK/EUR a CZK/JPY. Při rozhodování o umožnění fakturovat v japonských jenech můžeme vycházet z historické zkušenosti. Pokud bychom v následujících letech předpokládali budoucí apreciační trend české koruny, není žádoucí, aby firma zaváděla fakturaci v japonských jenech.

Tabulka 2-2 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 1998-2008)

Měnový pár	CZK/JPY	CZK/USD	CZK/EUR
CZK/JPY	1		
CZK/USD	0,952182	1	
CZK/EUR	0,859193	0,872853	1

Zdroj dat ČNB (2019), vlastní výpočet.

Pokud korelační matici sestavíme na datech za posledních deset let, tedy v období stagnace české koruny, výsledky se značně liší od první korelační matice. V Tabulce 2-3 je zjevný negativní korelační koeficient mezi měnovými páry CZK/JPY a CZK/USD a taktéž mezi CZK/JPY a CZK/EUR. Za předpokladu negativních korelačních koeficientů by tak ztráty z apreciace české koruny vůči euru a dolaru byly kompenzovány protipohybem měnového páru CZK/JPY.

Tabulka 2-3 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 2008-2018)

Měnový pár	CZK/JPY	CZK/USD	CZK/EUR
CZK/JPY	1		
CZK/USD	-0,05013	1	
CZK/EUR	-0,30683	0,724295	1

Zdroj dat ČNB (2019), vlastní výpočet.

Ze všech tří výše uvedených korelačních matic vyplývá jednoznačná pozitivní korelace mezi CZK/EUR a CZK/USD. Na základě těchto historických dat tak můžeme předpokládat pozitivní korelace i v budoucnu, ať už bude česká koruna nadále stagnovat či apreciovat. Pro Memsources a.s. tak není výhodné držet otevřené pozice v obou těchto měnách zároveň. Řešení by mohlo být právě zavedení fakturace v japonském jenu. Nicméně otevřít devizovou pozici i v japonském jenu by dávalo smysl pouze pokud bychom předpokládali pokračující stagnační trend české koruny.

3 Charakteristika společnosti Memsource a.s.

Memsource a.s. je česká společnost se sídlem v centru Prahy. Založená byla v roce 2010 a prvotní právní forma byla společnost s ručením omezením. Nicméně v roce 2014 došlo ke změně právní formy, a to na akciovou společnost (Justice 2014).

Předmětem činnosti společnosti je vývoj softwarové platformy, která slouží k překládání textu, projektovému řízení lokalizačního procesu a jeho automatizaci. V České republice je Memsource jedinou firmou, která se tomuto specifickému odvětví věnuje. Celosvětově patří mezi nejsilnější hráče v daném odvětví. Mezi zákazníky patří například americká společnost Uber, japonská společnost Fujifilm či švédská překladatelská agentura Semantix (jedna z největších překladatelských agentur na světě).³

Důležitým milníkem v historii společnosti byl rok 2017, kdy se počet zaměstnanců během jednoho roku zdvojnásobil na celkový počet 70. V roce 2019 společnost Memsource a.s. zaměstnává už přibližně 100 osob, a to jak v Evropě, Severní Americe i Asii. Kromě centrály v Praze má společnost od roku 2018 další pobočku s vlastní právní subjektivitou ve Spojených státech amerických ve městě Boston. Přestože více než polovina zaměstnanců pracuje z pražské centrály, silné personální zastoupení existuje i v Japonsku. Pracovní prostředí je mezinárodní – zaměstnanci jsou patnácti různých národností a dohromady mluví více než dvaceti třemi jazyky.⁴

Tato firma je typickým příkladem takzvané *born global* společnosti. Born global společnost či start-up, již velmi brzy po svém založení expanduje na zahraniční trhy a cílí především na zahraniční klientelu. Tento model je častý především u technologických firem, které se zaměřují na nové technologie, informatiku či vývoj softwarů a aplikací. Cavusgil a Knight (2015, s. 5) ve svém článku zdůrazňují důležitost těchto společností pro rozvoj ekonomik a mezinárodního obchodu – jejich přínos vidí především v technologickém pokroku a vysoké přidané hodnotě. Nicméně upozorňují i na to, že born global společnosti jsou extrémně závislé na exportu. To je případ i analyzované společnosti Memsource, jelikož české firmy tvoří pouze 4 % celkové klientely. Jako další příklad české firmy typu born global lze uvést společnost Avast, která se zaměřuje na vývoj antivirového programu pro počítače.

³ Interní data Memsource a.s.

⁴ Tamtéž.

V této podkapitole provedu analýzu předmětu činnosti Memsource, geografické struktury její klientely a měnové struktury tržeb a výdajů. Pochopení aktuální procesů a činností je nezbytné pro navržení budoucí strategie vedoucí ke snížení ekonomické devizové expozice.

3.1 Předmět podnikání

Hlavním předmětem obchodní činnosti Memsource a.s. je vývoj a následný prodej softwaru s názvem Memsource Cloud. Toto odvětví podnikání je poměrně nové a označuje se termínem *Software jako služba (SaaS)*⁵. Podnikání totiž nestojí pouze na vývoji daného softwaru. Součástí poskytovaných služeb je i hostování aplikací na vlastních serverech (tím zákazníkům odpadá potřeba instalace), úprava nastavení softwaru dle specifických potřeb a požadavků zákazníka a také technická podpora. Veškerá zodpovědnost za instalaci, údržbu a aktualizace daného softwaru tak přechází z konečného zákazníka na poskytovatele. Zákazníkovi jsou proto do konečné ceny započítávány i tyto poskytované služby, nejedná se tedy pouze o poplatek za licenci. Kalkulace finální ceny produktu je velmi individuální a záleží především na rozsahu služeb a míře přizpůsobení nastavení.

Memsource a.s. se zaměřuje především na B2B segment. Jelikož podniky do nákupu a implementace softwaru investují značné finanční prostředky, očekávají i osobní a individuální přístup od vývojářů daného programu. Tento obchodní model klade značný tlak na personální strukturu podniku. Nejenže musí mít společnost mnoho vývojářů daného softwaru, ale musí zaměstnávat i početný tým konzultantů a technické podpory. Ti poté komunikují s potenciálními i existujícími klienty a řeší každý případ a dotaz individuálně.

Dan Ma (2007, s. 7) ve svém článku analyzuje výhody a nevýhody obchodního modelu SaaS. Hlavní výhodu vidí v tom, že implementace softwaru je spojena s finančními i časovými náklady. Pokud se tedy jednou klient pro daný software rozhodne, je velmi komplikované systém opustit. Vztahy a obchodní kontrakty s klienty jsou tak dlouholeté, jelikož by přechod na jiný program znamenal změnu celého firemního procesu. Na druhou stranu, rozhodovací proces o koupi a implementaci softwaru je časově náročný a vyžaduje souhlas mnoha stran. Proto je prodejní cyklus velmi dlouhý, kromě obchodního oddělení se do vyjednávání musí zapojit techničtí specialisté a konzultanti.

⁵ Z anglického spojení „Software-as-a-Service“

Memsource a.s. se zaměřuje na vývoj a prodej softwarové platformy, která slouží k překládání textu, projektovému řízení celého lokalizačního procesu a jeho automatizaci. Tato platforma je používána překladateli a překladatelskými agentury, ale také společnostmi, které podnikají na více světových trzích. Pro nadnárodní společnosti je nezbytné, aby své produkty a doprovodné technické či marketingové dokumenty lokalizovaly. Lokalizací⁶ se rozumí proces přizpůsobení produktu specifickým jednotlivých trhů. Jednou z hlavních součástí lokalizace je samozřejmě překlad do místních jazyků, ale je nutné pamatovat i na další nezbytná přizpůsobení. Například úpravy měnových a měrných jednotek, změny formátů času, dat či adres. Marketingová oddělení taktéž musí vzít v potaz kulturní odlišnosti každé oblasti a přizpůsobit obsah a grafiku místním zvykům a vkusu (GALA, 2019).

V současnosti je Memsource na trhu překladatelských platform (v angličtině označováno jako *Translation Management System*) zavedená firma, která patří mezi špičku v této oblasti podnikání. Výhodou této platformy je, že veškeré překlady probíhají na tzv. cloudu. To znamená, že není třeba software nijak instalovat a okamžitě po zaplacení mohou zákazníci začít platformu užívat. Navíc projektoví manažeři mohou v reálném čase sledovat průběh překladů a značně se snižuje bezpečnostní riziko úniku či krádeže citlivých dokumentů.

Odvětví vývoje technologických nástrojů nezbytných pro realizaci lokalizačních procesů je značně specifické, nicméně perspektivní. V silném konkurenčním prostředí je nezbytné, aby každá firma, která expanduje na zahraniční trh lokalizovala svůj produkt, aplikaci či webovou stránku do místního jazyka. Simultrans (2013), jedna z největších lokalizačních agentur na světě, odhaduje že cena za lokalizaci aplikace do jednoho cizího jazyka se pohybuje v rozmezí od 50 000 USD do 500 000 USD. Právě proto firmy investují do nástrojů jako je Memsource Cloud, které jim umožní celý proces automatizovat. Obecně se předpokládá, že z rozpočtu na lokalizaci se zhruba 10 % alokuje na platby licenčních poplatků za využívání technologických nástrojů a softwarových platform.

⁶ Toto odvětví je taktéž označováno zkratkou "l10n"

3.2 Hlavní exportní trhy

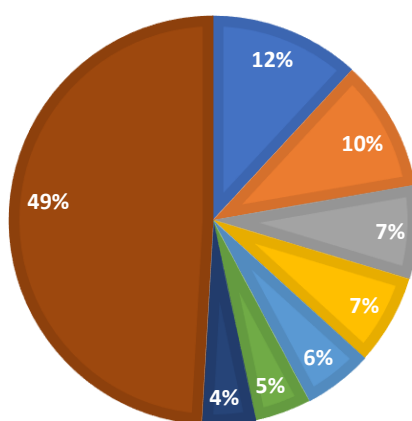
V odvětví SaaS, v porovnání s tradičními odvětvími průmyslu, odpadají náklady na přepravu, skladování či proclení zboží. Na finální cenu tak nemá geografická vzdálenost klienta žádný vliv. Doručení produktu probíhá povolením přístupu do již existující platformy a klient tak produkt obdrží ihned po zaplacení kupní ceny. I proto je pro softwarové služby mnohem jednodušší expandovat na zahraniční trhy.

Naprostá většina klientů společnosti Memsorce se nachází na kontinentech Evropy (53 %), Asie (30 %) nebo Severní Ameriky (13 %). Na všech těchto kontinentech má Memsorce stálé obchodní zastoupení ve formě prodejců a technické podpory. Ve Spojených státech amerických se navíc od podzimu 2018 nachází i pobočka Memsorce a.s. s vlastní právní subjektivitou. Počet zákazníků z Afriky, Austrálie a Oceánie a Jižní Ameriky je zanedbatelný.⁷

Na Grafu 3-1 je znázorněn geografický původ všech současných zákazníků společnosti. Jak vyplývá z grafu, nejvíce zákazníků pochází z Japonska a Spojených států amerických. Mezi nejvýznamnější evropské země patří Velká Británie a Rusko. České firmy tvoří pouze 4 % celkové klientely. Nicméně jak je patrné v další části práce, struktura zákazníků dle geografického původu neodpovídá geografické struktuře tržeb.

Graf 3-1 Geografický původ zákazníků

■ JP ■ US ■ UK ■ RU ■ DE ■ DK ■ CZ ■ ostatní



Zdroj interní data Memsorce a.s.

⁷ Interní data Memsorce a.s.

V rámci společnosti se zákazníci rozdělují do několika skupin, a to dle jejich předmětu podnikání. Jako „LSP“ (*Language Service Provider*) se označují překladatelské agentury, jejichž hlavním předmětem podnikání je poskytování překladů textu. Jako příklady překladatelských agentur, které jsou klienty Memsources, lze uvést švédskou agenturu Semantix, japonskou společnost Honyaku Center nebo původně českou firmu Moravia IT (ta již dnes patří pod britský holding RWS) (Memsources, 2019).

Překladatelské agentury byly na začátku podnikání společnosti Memsources hlavními cílovými zákazníky a v současnosti tvoří nadpoloviční většinu všech klientů. Nicméně v posledních letech se společnost snaží cílit na nadnárodní a globální společnosti. Ty lokalizují své mobilní aplikace, videohry či technickou dokumentaci a marketingové materiály do velkého množství světových jazyků. Pro tyto firmy se interně používá označení „Enterprise“. Mezi zákazníky Memsources z tohoto sektoru patří například nadnárodní společnosti jako Uber (původem z USA), finské herní studio Supercell či evropská pobočka firmy FujiFilm (Memsources, 2019).

Společnost Memsources taktéž poskytuje svůj software univerzitám po celém světě a to především katedrám lingvistiky.

3.3 Geografická struktura tržeb

Memsources Cloud nabízí několik edic v různých cenových kategoriích. Nezávislí překladatelé a malé firmy volí nejčastěji edici Team Start, která stojí €20 měsíčně. Pro větší společnosti existuje edice Team, za kterou platí minimálně €150 měsíčně. Pro velké společnosti a globální firmy, které překládají velké objemy slov se používá edice Ultimate a Enterprise, za které se platí měsíčně €1250 a více (Memsources, 2019). Avšak tyto ceny jsou pouze orientační. Konečná cena se pro většinu zákazníků stanovuje individuálně na základě rozsahu služeb a počtu projektových manažerů, kteří mají do platformy přístup.

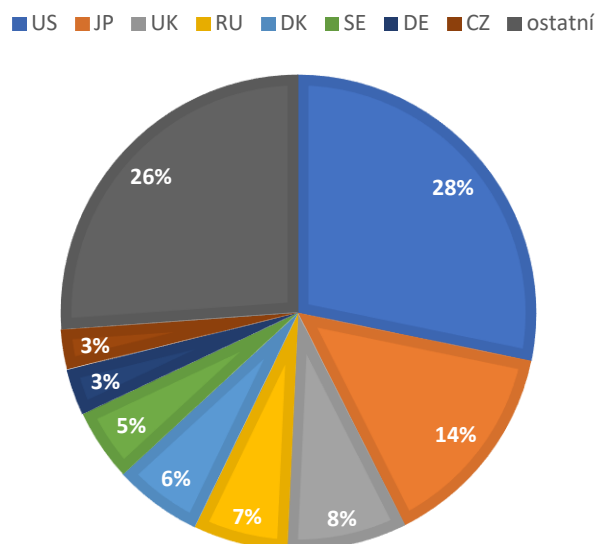
Vystavené faktury jsou zhruba z 80 % placeny kreditní kartou v okamžiku nákupu softwaru, tedy úhrada je okamžitá. Pro manuální faktury je většinou stanovena čtrnáctidenní splatnost. Přestože obchodní kontrakty mohou být uzavřeny na několik let, licenční poplatky se platí průběžně. Nejčastější časové intervaly předplatného jsou tři, šest a dvanáct měsíců. Z dostupných dat vyplývá, že 13 % zákazníků volí roční předplatné, 1,5 % volí půlroční

a 83 % volí tříměsíční předplatné. V některých případech lze poskytnout výjimku měsíční splatnosti.⁸

Přestože se v Evropě nachází 53 % zákazníků, příjmy pocházející z Evropy tvoří jen 41% podíl na celkových příjmech. A zatímco ze Severní Ameriky pochází jen 13 % všech zákazníků, tak na celkových příjmech se tento region podílí 30 %. Asie má na celkových příjmech 26% podíl (přičemž tyto příjmy pochází zejména z Japonska).⁹

Pokud se zaměříme na jednotlivé země, tak nejvíce plateb každoročně přichází ze Spojených států amerických, Japonska a Velké Británie. Jak vyplývá z Grafu 3-2, v roce 2018 byla téměř třetina celkových příjmů od společností se sídlem v USA. České firmy se na celkových příjmech podílely pouze 3 %.

Graf 3-2 Geografická struktura plateb



Zdroj interní data Memsource a.s.

3.4 Měnová struktura tržeb

V současnosti je možné platit licenční poplatky za přístup do softwaru třemi měnami – americkým dolarem, eurem a českou korunou. Přestože se japonské firmy na celkových tržbách podílejí 14 %, v současnosti není možné fakturovat v japonských jenech.

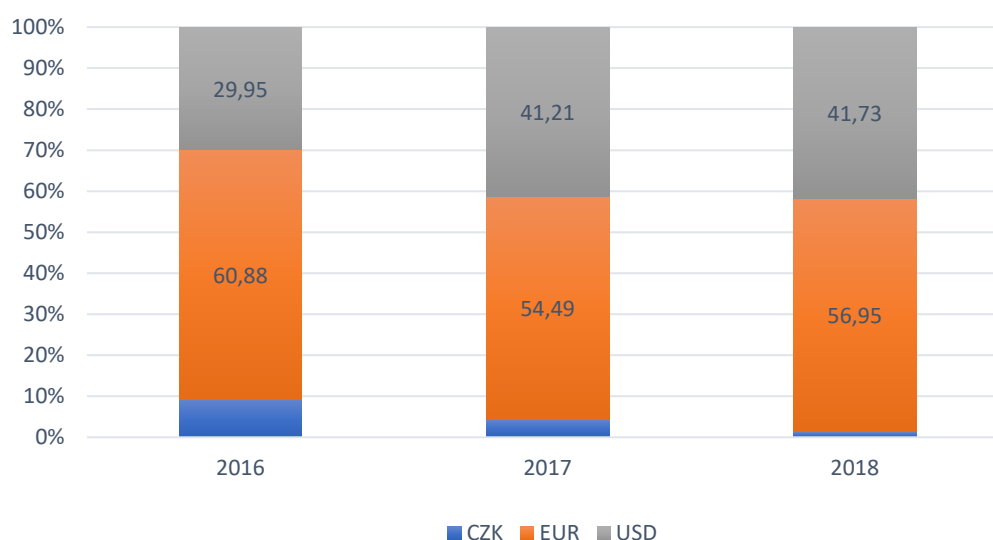
Jak vyplývá z Grafu 3-3, více než polovina zákazníků platí v eurech. Mezi roky 2016 a 2017 zásadně narostl podíl tržeb denominovaných v dolarech. Tato změna byla zapříčiněna tím,

⁸ Interní data Memsource a.s.

⁹ Interní data Memsource a.s.

že v roce 2017 Memsources značně zvýšil svoji obchodní aktivitu na americkém trhu. Z grafu je jasně patrný trend zmenšujícího se podílu české koruny na tržbách. Zatímco v roce 2016 se česká koruna na tržbách podílela asi 9 %, v roce 2018 byl podíl české koruny pouze 1,3 %. Důležitým poznatkem je i to, že české firmy často platí za služby Memsources Cloud v jiné měně, než je česká koruna (ve valné většině v eurech). Společnost si tak otevírá devizovou pozici i u obchodních kontraktů, kde to není nezbytně nutné.

Graf 3-3 Měnová struktura tržeb v % (2016-2019)

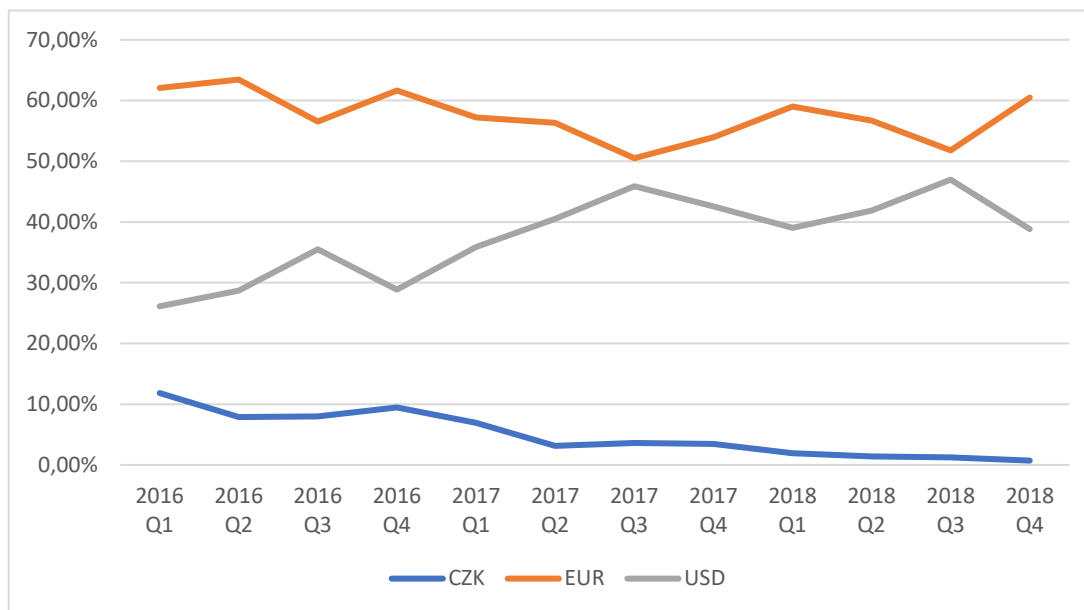


Zdroj interní data Memsources a.s.

Na Grafu 3-4 lze pozorovat vývoj měnové struktury tržeb v čase. Podíl české koruny na tržbách dosáhl svého vrcholu v prvním kvartále roku 2016, kdy podíl činil 11,83 %. Od té doby podíl koruny klesal a ve čtvrtém kvartále roku 2018 se česká koruna na tržbách podílela pouze 0,71 %.

Kromě klesajícího trendu podílu české koruny můžeme pozorovat značnou volatilitu křivek USD a EUR. Přestože podíl dolaru od roku 2016 vzrostl, velký vliv na průběhy křivek mají jednotlivé obchodní kontrakty, které jsou uzavřeny v daném kvartále.

Graf 3-4 Vývoj měnové struktury tržeb v čase (2016-2018)



Zdroj interní data Memsorce a.s.

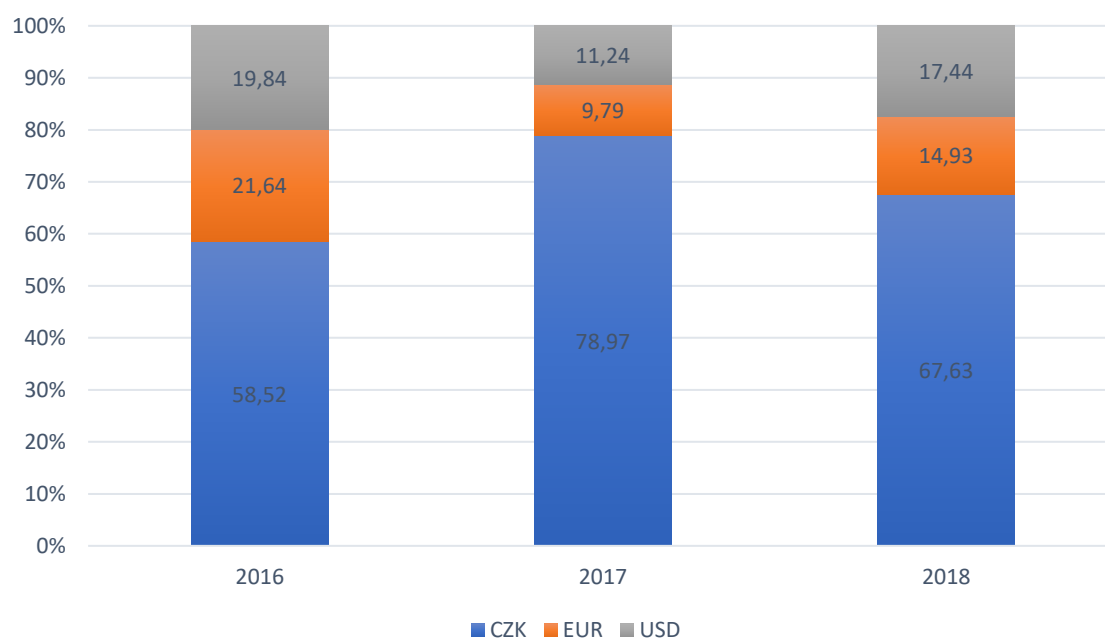
3.5 Měnová struktura výdajů

Jak bylo analyzováno v předcházející podkapitole, podíl cizích měn na tržbách společnosti je téměř 99 %. Nicméně při pohledu na Graf 3-5 znázorňující měnovou strukturu výdajů Memsorce a.s. zjistíme, že více než polovina výdajů je placena v českých korunách. Měnová struktura výdajů a měnová struktura tržeb se tak diametrálně liší. Pohyby kurzů měnových párů CZK/EUR a CZK/USD mají zásadní vliv na budoucí očekávané cashflow a celkovou prosperitu podniku.

Hlavní položkou výdajů jsou osobní náklady na zaměstnance (mzdy a odměny spolupracujícím osobám). Mezi lety 2016 a 2017 se počet zaměstnanců téměř zdvojnásobil, a tak podíl výdajů v CZK vzrostl z 56 % na 79 %. Z interních dat Memsorce a.s. navíc vyplývá, že mzdy jsou v 85 % vypláceny v CZK, 5 % mezd je vypláceno v EUR a 10 % v USD.

Další významnou nákladovou položkou je platba nájemného za kanceláře v centru Prahy. Nájemné se taktéž platí v českých korunách a stejně tak asi 80 % nákladů na pořízení zboží či služeb. Pouze právní služby jsou smluvně fakturovány v USD.

Graf 3-5 Měnová struktura výdajů v % (2016-2018)



Zdroj interní data Memsource a.s.

4 Řízení ekonomické devizové expozice společnosti Memsource a.s.

V této kapitole se budu zabývat praktickým příkladem přístupu k řízení ekonomické devizové expozice u české exportní firmy. Vzhledem k značnému nepoměru mezi měnovou strukturou tržeb a měnovou strukturou výdajů má pohyb kurzů měn zásadní vliv na budoucí fungování společnosti. U exportní firmy podnikající v prostředí malé otevřené ekonomiky je klíčový aktivní přístup k řízení ekonomické devizové expozice. Přesto se u malých a středních podniků problematice devizové expozice často věnuje jen minimální pozornost.

Krátkodobá volatilita kurzů a pohyby měnových párů CZK/USD a CZK/EUR jsou v současnosti zajišťovány pomocí externích metod. Memsource a.s. vede jeden více měnový účet (CZK, EUR a USD), na kterém dochází k pravidelnému převodu určité částky EUR do CZK za fixní forwardový kurz. Nicméně zajištění vůči ekonomické devizové expozici (na rozdíl od té transakční) vyžaduje systematické řešení. Ekonomická devizová expozice a její řízení má vliv na celkové ekonomické postavení podniku na trhu. Proto budu v následujících podkapitolách překládat návrhy dlouhodobých strategických rozhodnutí, které by měly zajistit budoucí konkurenceschopnost společnosti.

4.1 Identifikace

Společnost Memsource a.s. v současnosti nemá žádnou strategii zaměřenou přímo na řízení své devizové expozice (ať už transakční či ekonomické). Předtím než přejdeme k návrhům strategie zajištění, je třeba identifikovat největší zdroje rizika pro budoucí postavení společnosti na trhu. Při zjišťování hlavních zdrojů rizika budu vycházet ze souboru otázek pro identifikaci ekonomické devizové expozice. Tento přístup, který má za cíl kvalifikovat hlavní hrozby plynoucí z obchodních aktivit exportní společnosti, navrhuje ve své knize Shapiro (2014, s. 394).

I. NA KTERÝCH TRZÍCH FIRMA USKUTEČŇUJE SVÉ OBCHODNÍ AKTIVITY?

Podrobná analýza zahraničních trhů, kde Memsource a.s. uskutečňuje své obchodní aktivity, je k dispozici v podkapitole 3.2 *Hlavní exportní trhy*. Nicméně exportní aktivity jsou rovnoměrně rozloženy mezi kontinenty Evropy, Severní Ameriky a Asie. Nehrozí tak přílišná koncentrace obchodních aktivit do jednoho regionu.

Vzhledem k povaze předmětu podnikání společnosti Memsource a.s. je potenciál českého trhu velmi malý. Společnost od počátku podnikání cílí na zahraniční klientelu, která je aktivní na mnoha trzích světa a musí tak lokalizovat své výrobky. České firmy tvoří 4 % celkové klientely a v roce 2018 se na celkových tržbách podílely pouze 3 %.

II. JACÍ JSOU HLAVNÍ KONKURENTI DANÉ FIRMY?

Mezi hlavní konkurenty Memsource a.s. lze zařadit tyto firmy:

- *XTM International*: Britská společnost, která se soustředí především na americký trh a anglicky mluvící země.
- *memoQ*: Společnost se sídlem v Maďarsku, která je velmi úspěšná v odvětví lokalizace videoher.
- *Smartling*: Americká společnost se sídlem v New Yorku.
- *SDL*: Společnost původem z Velké Británie, která byla průkopníkem v oblasti technologií pro management překladů. Zatímco výše uvedené společnosti byly založeny až v novém tisíciletí, SDL vznikla již v roce 1992.

Všichni výše uvedení konkurenti jsou zahraniční firmy. Neexistuje další česká společnost, která by vyráběla stejný či podobný produkt. I proto má Memsource silné postavení na českém trhu překladatelských nástrojů, i když některé české firmy stále používají technologii konkurence. Nicméně tržby z domácího trhu jsou pro společnost zanedbatelné. Pro její budoucí fungování není zásadní riziko vstupu konkurence na domácí trh. Hlavní zdroj rizika vidím v možnosti vstupu nové konkurence ze zemí východní Evropy či Asie na celosvětový trh.

III. KDE DOCHÁZÍ K PRODUKCI ZBOŽÍ DANÉ FIRMY?

Kompletní tým programátorů a většina managementu se nachází v České republice, na pražské centrále. V zahraničních kancelářích v Bostonu pracují pouze obchodní zástupci pro region USA. Několik konzultantů a zaměstnanců technické podpory pracují na dálku z různých měst Evropy a Asie. Nicméně veškerá strategická rozhodnutí, vývoj a inovace produktu se odehrávají v České republice. Společnost by tak měla brát v potaz hospodářskou situaci v ČR. Rychlý hospodářský růst a tlak na zvyšování nominálních mezd v České republice se promítnou i do budoucích nákladů společnosti denominovaných v české koruně. Firma bude muset zvážit možnosti vedoucí ke snížení výrobních nákladů případně zvýšit kupní cenu svého produktu.

IV. V JAKÝCH MĚNÁCH JSOU DENOMINOVÁNY VSTUPY A VÝSTUPY SPOLEČNOSTI?

Měnová struktura tržeb, nákladů a možnosti fakturace jsou detailně popsány v kapitole 3 *Charakteristika společnosti*. Nicméně právě v nesrovnalosti mezi měnovou strukturou tržeb a nákladům vidím hlavní zdroj ekonomické devizové expozice.

4.2 Kvantifikace

Ekonomická expozice je na rozdíl od té transakční velmi obtížně kvantifikovatelná. Je třeba zhodnotit vybrané kvalitativní faktory a ukazatele a jejich možný budoucí vývoj. Až na základě našich odhadů budoucího vývoje a spekulativních úvah (tj. expertního odhadu) můžeme navrhnout vhodná řešení a metody zajištění. V této podkapitole tak budu pracovat s úvahami a předpokládanými scénáři.

Na základě identifikace rizik plynoucích z otevřené devizové pozice společnosti Memsource a.s. vidím jako hlavní riziko pro budoucí očekávané cashflow nevyvážený poměr mezi měnovou strukturou výdajů a tržeb. Apreciační trend české koruny by za jinak nezměněných podmínek snižoval zisky společnosti a vedl ke ztrátě konkurenceschopnosti na zahraničních trzích. Kromě apreciačního trendu CZK by společnost mohl ohrozit i vstup nové konkurence na zahraniční trhy, která by byla schopna poskytovat podobné služby za nižší ceny.

Dle aktuální prognózy ČNB lze v roce 2020 očekávat apreciaci české koruny na úroveň 24,2 CZK/EUR (ČNB, 2019). Pokud se vrátíme k analýzám jednotlivých ekonomik provedených v podkapitole 2.1 *Ekonomická situace exportních trhů*, lze spekulovat na budoucí oslabení dolaru i eura. V takovém případě by budoucí vývoj měnových párů CZK/EUR a CZK/USD byl nepříznivý pro české exportní firmy jako je Memsource a.s. Proto i navrhované strategie a metody zajištění ekonomické devizové expozice firmy budou vycházet z předpokladu budoucího apreciačního trendu české koruny.

Velikost ekonomické devizové expozice lze částečně kvantifikovat i na základě nasycenosti trhu a míry diferenciací produktu. Dosavadní výhodou společnosti Memsource a.s. bylo, že její hlavní konkurenti (XTM, SDL, Smartling) pocházejí z Velké Británie, respektive USA. Jejich provozní a výrobní náklady jsou mnohem vyšší, což se odrazilo i v cenách jejich služeb. České exportní firmy obecně v minulosti profitovaly na levné, ale vzdělané pracovní síle. Avšak s ekonomickým růstem přichází i tlak na růst nominálních mezd na českém trhu práce. V roce 2018 se průměrná mzda v meziročním srovnání reálně zvýšila o 5,9 %

(ČSÚ, 2019). Pokračující růst reálných mezd společně s apreciačním trendem české koruny by měl negativní dopad na budoucí zisky společnosti.

Další hrozbou pro ekonomickou pozici firmy a její očekávané budoucí cashflow je vstup levnější konkurence na světový trh. Pokud by na trh technologických nástrojů pro řízení lokalizačních procesů vstoupil konkurent z východní Evropy či Číny, Memsource a.s. by mu nebyla schopna cenově konkurovat. Proto je třeba systematicky investovat jak do vývoje a výzkumu produktu, tak do kvalifikace zaměstnanců. Čím více bude produkt diferencovaný, tím vyšší bude přidaná hodnota služeb a softwaru. A tím nižší bude ekonomická devizová expozice společnosti. Pokud jde o vstup konkurence na domácí trh, je determinován posilováním české koruny. Vzhledem k minimálnímu podílu českých klientů na celkových tržbách společnosti však není nutné se tomuto riziku v této diplomové práci věnovat detailněji.

4.3 Návrh řešení

Jelikož apreciační trend probíhá jak na spotovém trhu, tak na termínových trzích, jsou apreciačním trendem ovlivněny i externí metody zajištění (například forward). Proti dlouhodobému posilování měny se tak lze zajistit pouze interními metodami. Navrhovaná opatření a strategie mají dopad na řízení celého podniku. Proto by se problematikou ekonomické devizové expozice měli zabývat i zástupci obchodního a produktového oddělení či oddělení lidských zdrojů. Nejen zaměstnanci se specializací na finanční problematiku.

Součástí aktivního přístupu k řízení ekonomické devizové expozice je implementace zajišťovacích procesů a jasné rozdělení zodpovědností. V ideálním případě by měl ve firemní struktuře existovat interní tým, který by měl řízení ekonomické devizové expozice v popisu práce.

Na základě identifikace a kvantifikace hlavních rizikových faktorů navrhuji několik opatření, které by vedly ke snížení ekonomické devizové expozice společnosti Memsource a.s. Cílem všech uvedených opatření je zajištění proti apreciačnímu trendu české koruny a zvýšení konkurenceschopnosti společnosti na mezinárodních trzích. Obtížnost a časová náročnost implementací jednotlivých strategií se liší – některé lze implementovat v řádu měsíců, naopak některé by měly být brány v potaz v rámci stanovování dlouhodobých plánů.

Jednou z interních metod snížení ekonomické devizové expozice je metoda rozšíření činnosti i do oblasti importu. Vzhledem k charakteru obchodní činnosti společnosti Memsource a.s. je tento způsob obtížně realizovatelný. Nicméně existuje několik dalších metod, jak by společnost mohla snížit nepoměr mezi měnovou strukturou tržeb a nákladů.

Ihned aplikovatelnou strategií by byla změna místa nákupů počítačů a dalšího IT příslušenství pro pracovníky na pražské centrále. V současné době probíhají nákupy tohoto vybavení na českých e-shopech a platí se za ně v českých korunách. Naprosto stejné výrobky by se daly nakoupit v zahraničí (například Slovensko či Německo) a platit za ně v eurech.¹⁰ Společnost by tak nemusela konvertovat eura na české koruny z důvodů nákupů vybavení a vyhnula by se riziku kurzové ztráty.

Platba nájemného za kanceláře v centru Prahy s kapacitou pro přibližně 70 zaměstnanců taktéž probíhá v českých korunách. Jedním ze způsobů, jak by společnost mohla snížit nepoměr mezi výdaji a příjmy denominovanými v české koruně, je platit nájemné v eurech. Tato praktika není v Praze neobvyklá. Je běžné, že ceny nájemného za kancelářské prostory se inzerují v eurech. Například Magistrát hlavního města Prahy, sídlící ve Škodově paláci, v roce 2016 při prodloužení nájemní smlouvy přistoupil na požadavek platby nájmu eurech (Echo24, 2016). Příkladem firmy, která přešla na takzvanou euronizaci svých nákladů je i společnost Saint-Gobain Adfors CZ z Litomyšle. Ta v eurech platí i dodavatelům energií (BusinessLeader, 2013).

Část rizika by taktéž bylo možné přenést na české zákazníky. Vzhledem k tomu, že Memsource a.s. je jediná společnost tohoto typu původem z České republiky, má na českém trhu výsadní postavení. Mnoho českých firem upřednostňuje Memsource před zahraničními konkurenty. A to díky možnosti komunikace v českém jazyce a možnosti osobních schůzek a školení v rámci České republiky. Společnost by tak měla využít svou monopolní sílu a veškeré služby pro české zákazníky fakturovat v českých korunách. Není totiž neobvyklé, že faktury firmám sídlící v ČR jsou automaticky vystavovány v eurech. Nicméně tuto metodu zajištění musíme považovat spíše za doplňující k ostatním dlouhodobým strategiím. České firmy představují pouze asi 3 % celkové klientely společnosti.

¹⁰ Při apreciačním trendu koruny by teoreticky měly klesat i ceny vstupů denominované v korunách a IT vybavení by se mělo stát levnějším i na českých e-shopech. Nicméně považuji za pravděpodobné, že ceny klesat nebudou, jelikož dodavatelské firmy budou preferovat vyšší zisk před snižováním cen výrobků.

Vzhledem k velkému počtu cizinců mezi zaměstnanci, by další realizovatelnou metodou vedoucí ke snížení expozice mohlo být vyplácení mezd v zahraniční měně. V současnosti je asi 85 % mezd vypláceno v českých korunách, 5 % mezd v eurech a 10 % v amerických dolarech. Mzdy v zahraničních měnách jsou vypláceny pouze těm zaměstnancům, kteří trvale žijí v zahraničí a nepracují z pražské centrály. Cizinci, kteří pracují v Praze, dostávají zapláceno v českých korunách. Společnost by tak část rizika spojeného s apreciačním trendem české koruny mohla přenést na zaměstnance (cizince ale i občany České republiky) a mzdy vyplácet v eurech. Dle mých informací nad touto možností společnost zatím neuvažovala. Ani zaměstnanci tuto možnost nevyžadují. Nicméně plošnou implementaci této metody znemožňuje současné znění Zákoníku práce. Ten stanovuje zaměstnavateli povinnost vyplácet mzdu v zákonných penězích (v České republice se jedná pouze o českou korunu). Společnost tak nemá jinou možnost, než mzdy zaměstnancům vyplácet v korunách (Epravo, 2015). Avšak Memsource a.s. spolupracuje i s externími osobami (poradentství, grafický design, tvorba webových stránek apod.). Při uzavírání dohod s OSVČ by tak společnost měla trvat na podmínce fakturace služeb v eurech či amerických dolarech.

Memsource a.s. svou konkurenční výhodu nemůže dále stavět na nízkých cenách svých služeb. Je tedy nezbytné, aby management v následujících letech pokračoval ve strategii přeorientování se na produkt a služby s vyšší přidanou hodnotou. Metodou zajištění jsou tak konstantní investice do inovací a vývoje. Memsource a.s. tuto metodu začal aplikovat již v roce 2017, kdy vzniklo v rámci interní struktury nové oddělení – tzv. AI team. Toto oddělení má za úkol pracovat na implementaci umělé inteligence a strojového učení do současného softwaru, tak aby byl celý proces lokalizace co nejvíce zautomatizován. Je nezbytné, aby společnost nadále pokračovala v této strategii. Doporučeným řešením je stanovit minimální částku, která bude každý rok alokována na R&D. Společnost by se také měla soustředit na spolupráci s iniciativou prg.ai, jež má za cíl vybudovat v Praze světové centrum umělé inteligence. Tato iniciativa se mimo jiné snaží podporovat vzdělání v oblasti AI na vysokých a středních školách (prg.ai, 2019). S absolventy těchto kurzů a programů by měla být navázána blízká spolupráce už v rámci studia, například pomocí placených stáží.

Další možností, jak se může společnost zajistit zároveň proti apreciačnímu trendu české koruny a růstu nominálních mezd v ČR, je přenést část výroby do zahraničí. Vzhledem k předmětu podnikání Memsource a.s. by se tato možnost týkala především programátorů. V současnosti je celý programátorský tým interní a naprostá většina vývojářů pracuje z centrály v Praze. Přestože outsourcing výroby je spojován především s nadnárodními

společnostmi, Gregorio, Musteen a Thomas (2009) ve svém článku popisují pozitivní dopad outsourcingu i na malé a střední podniky. Přesun administrativních a technických služeb do zemí s nižšími náklady může pomoci zajistit dlouhodobou konkurenceschopnost těchto podniků. Autoři zdůrazňují hlavní dva přínosy outsourcingu pro malé podniky: úspora nákladů a rozšíření mezinárodní sítě.

Společnost Diceus (2019) mezi TOP 10 zemí vhodných pro outsourcing programátorských a technologických služeb zařadila mimo jiné Ukrajinu a Čínu. Vzhledem ke geografické a kulturní blízkosti Ukrajiny by tato země mohla být nejlepší volbou pro případný outsourcing. Ukrajinský pracovní trh s IT specialisty je považován za velmi kvalitní, a přitom platy jsou v porovnání s ČR mnohem nižší. Rozdíl v časových zónách je minimální, a tak by se většina pracovní doby zaměstnanců na Ukrajině překrývala s pracovní dobou v České republice.

Outsourcing programátorů na Ukrajinu by mohl mít pozitivní vliv i na technologický rozvoj společnosti. Vzhledem k růstu nominálních mezd a nedostatku technicky vzdělaných lidí na českém pracovním trhu je velmi obtížné a nákladné najmout a udržet vysoce kvalifikované odborníky. Outsourcing do levnějších zemí by umožnil čerpat z větší „zásobárny“ talentů. Vzhledem k charakteru práce vývojářů softwaru by outsourcing nepřinesl ani žádné dodatečné náklady v podobě přesunu materiálu či nutnosti skladování a přepravy zboží.

Gregorio, Musteen a Thomas (2009) zmiňují i další přínos outsourcingu – rozšíření mezinárodní sítě a přítomnosti na zahraničních trzích. Dle mého názoru by tento fakt měl být brát v potaz při stanovení budoucí exportní strategie společnosti Memsource a.s. Outsourcing pracovní síly totiž nejen snižuje náklady, ale také umožňuje společnosti vybudovat lepší pozici na daném trhu. Místní pracovníci mohou předávat znalosti o daném trhu managementu, který následně může činit informovaná rozhodnutí o exportních strategiích. Právě ze zemí jako Ukrajina a Čína hrozí vstup nové, levnější konkurence na trh s technologiemi pro management překladů. Outsourcing do těchto zemí by tedy umožnil získat klíčové informace o nových příležitostech v daných regionech. Znalost místní kultury by taktéž pomohla k lepší adaptaci výrobku a lokalizaci marketingových kampaní.

Otázkou zůstává, která ze dvou uvedených zemí by byla pro Memsource a.s. lepší volbou. Výhodou Ukrajiny je geografická a kulturní blízkost, nicméně potenciál ukrajinského trhu je velmi malý. Naopak Čína je zemí velmi kulturně odlišnou, ale jedná se o jednu z největších ekonomik světa. Detailní znalost místních poměrů a přítomnost pracovníků

přímo v Číně by mohly firmě pomoci s navázáním obchodních vztahů s globálními společnostmi jako Alibaba či JD.com.

Jak již bylo zmíněno v předcházejících kapitolách, Memsource a.s. má otevřenou devizovou pozici jak v USD, tak v EUR. Pokud budeme vycházet z historických dat za období 1998 až 2018 zjistíme, že měnové páry CZK/EUR a CZK/USD mají kladný korelační koeficient. Kladný korelační koeficient byl zaznamenán ve všech třech mnou zkoumaných obdobích. Zavedení možnosti fakturace v další měně by tak mělo být další metodou zajištění vůči ekonomické devizové expozici. Nicméně je nezbytné, aby měnový pár české koruny s vybranou měnou měl negativní korelační koeficient s páry CZK/EUR a CZK/USD. Vzhledem k hlavním exportním trhům a geografické struktuře tržeb se jako logická možnost nabízí zavedení možnosti fakturace v japonských jenech.

Při rozhodování o této možnosti, by měl být brán v potaz budoucí vývoj české koruny. Pokud budeme strategii zajištění stavět na předpokladu, že českou korunu čeká apreciační trend, pak japonský jen není vhodně zvolenou měnou. Na základě korelační matice vypočítané z dat za období 1998-2008 (apreciační období české koruny) zjistíme, že měnový pár CZK/JPY má kladný korelační koeficient jak s CZK/USD, tak s CZK/EUR. V takovém případě by zavedení japonského jenu jako fakturační měny nevedlo ke snížení ekonomické devizové expozice. Naopak by si otevřela dlouhou devizovou pozici v další měně. Tržby (aktiva) od japonských společností by převyšovaly náklady (pasiva) na zaměstnance v Japonsku.

Umožnit klientům platit za služby poskytované Memsource a.s. v japonských jenech by tak mělo smysl pouze v případě, že budeme očekávat pokračování trendu stagnace české koruny. To znamená volatility kurzů okolo současných hodnot: 25,66 CZK/EUR, 22,67 CZK/USD a 20,23 CZK/100JPY,

Na základě historické zkušenosti lze předpokládat, že v případě stagnace má měnový pár CZK/JPY negativní korelační koeficient vůči CZK/USD a CZK/EUR. Poté by otevření devizové pozice v japonských jenech mohlo být metodou zajištění ekonomické devizové expozice. Avšak vzhledem k očekávané apreciaci české koruny, očekávané deprecii amerického dolaru a nejistému vývoji eura je spekulace na pokračující trend stagnace CZK riskantní.

Závěr

Exportní společnosti musí brát v potaz rizika, která jsou spojena s podnikáním na zahraničních trzích. Kurzové riziko je jedním ze zásadních faktorů, které má vliv na výsledek obchodních operací. Mnoho českých firem má otevřenou devizovou pozici (krátkou či dlouhou) a nacházejí se tak v devizové expozici.

Literatura rozlišuje tři typy devizové expozice – translační, transakční a ekonomická. Ve své diplomové práci jsem se zaměřila na problematiku ekonomické devizové expozice. Cílem práce bylo provést analýzu ekonomické devizové expozice na příkladu české exportní společnosti.

Vzhledem k tomu, že ekonomická devizová expozice pracuje s alternativními scénáři a expertními odhady, není možné ji přesně kvantifikovat. Při analýze ekonomické devizové expozice společnosti je tak třeba pracovat s různými scénáři budoucího vývoje měnového kurzu a postupy zajištění navrhnout na základě budoucích očekávání. Proti pohybům měnového kurzu se lze zajistit prostřednictvím instrumentů finančního trhu (externí metody zajištění) či interními metodami. Pokud na základě expertních odhadů předpokládáme dlouhodobý trend ve vývoji měnového kurzu, nelze pro zajištění ekonomické devizové expozice použít externí metody zajištění. Dlouhodobý trend se totiž odrazí jak ve spotovém kurzu, tak i na termínovém devizovém trhu (tj. na forwardovém kurzu).

Přestože je otázka ekonomické devizové expozice aktuální pro značné množství českých firem, v českém obchodním prostředí se této problematice věnuje malá pozornost. Pro praktickou analýzu ekonomické expozice jsem si zvolila českou exportní společnost Memsources a.s. Hlavní obchodní činností podniku je vývoj softwaru, který automatizuje proces lokalizace. Tato společnost je typickým příkladem firmy typu „born global“. Tedy společnosti, která vstoupila do mezinárodních obchodních operací okamžitě po svém založení.

Naprostá většina klientů společnosti Memsources a.s. se nachází v zahraničí – 53 % klientů pochází z Evropy, 30 % z Asie a 13 % ze Severní Ameriky. České podniky tvoří pouze 4 % celkové klientely společnosti. Za produkt a služby společnosti je v současnosti možné platit třemi měnami: českou korunou, americkým dolarem a eurem. Na celkových tržbách se v roce 2018 euro podílelo 56,95 %, dolar 41,73 % a koruna pouze 1,3 %. Podíl české koruny na celkových tržbách klesá již od prvního kvartálu roku 2016.

Měnová struktura výdajů se však diametrálně liší, v roce 2018 bylo přes 67 % výdajů placeno v české koruně. Společnosti tak vznikají dvě otevřené devizové pozice – aktiva převažují nad pasivy jak v dolarech, tak v eurech. Na budoucí očekávané cashflow podniku má tak zásadní vliv vývoj měnových párů CZK/EUR a CZK/USD.

Někteří analytici predikují, že americký dolar se v současnosti nachází v apreciační bublině a lze očekávat budoucí deprecii dolaru. Tlak na deprecii USD vytváří i deficit běžného účtu platební bilance USA. Budoucí oslabení je některými analytiky predikováno i euru. Nedůvěra v euro pramení z nejistého budoucího vývoje v otázce Brexitu. Dlouhodobým problémem je však i nedostatek společných fiskálních pravidel pro členy EMU. Členské státy eurozóny mají navíc značně diferencovaný ekonomický růst. Pokud se nepodaří realizovat strukturální reformy v členských státech na jihu Evropy, lze v budoucnu očekávat oslabení evropské měny. Vzhledem k netradičnímu přístupu japonské centrální banky k monetární politice je velmi těžké predikovat budoucí vývoje jenu. Japonská vláda se v minulosti snažila udržet nízkou hodnotu jenu vůči hlavním světovým měnám a uchýlovala se k intervencím. Dá se předpokládat, že japonská centrální banka bude v budoucnu opět intervenovat, pokud by hrozila deflace a nadále bude japonský jen uměle podhodnocen.

Česká ekonomika se v současnosti nachází v období hospodářského růstu, v roce 2018 rostlo HDP tempem 2,9 %. Vývoj české koruny byl v minulých letech zásadně ovlivněn intervencemi ČNB. V roce 2013 byly zahájeny devizové intervence s cílem oslabit českou korunu a vyhnout se hroící deflaci. Intervence byly ukončeny v roce 2017 a přestože koruna začala ihned apreciovat, za dva roky posílila pouze z 27,058 CZK/EUR v dubnu roku 2017 na 25,693 CZK/EUR v dubnu 2019. Česká národní banka spolu s analytiky předpokládá budoucí posilování koruny. Dle ČNB by v roce 2020 měla koruna vůči euru dosáhnout úrovně 24,20 CZK/EUR.

Při pohledu na vývoj vybraných měnových párů v čase zjistíme, že koruna od roku 1998 vykazuje apreciační trend. Nicméně při detailnější analýze zjistíme, že vývoj měnových párů je nezbytné rozdělit na dva časové úseky:

- Apreciační období (1998-2008), kdy česká koruna konvergovala k vyspělým zemím prostřednictvím kurzového kanálu. Toto období bylo přerušeno světovou krizí v roce 2008.
- Období stagnace (2008-2018), během kterého byl vývoj měnových párů ovlivněn stagnací světové ekonomiky a devizovými intervencemi ČNB.

Na základě analýz jednotlivých ekonomik a měnových párů jsem se rozhodla strategii zajištění ekonomické devizové expozice společnosti Memsource a.s. stavět na očekávání budoucího apreciačního trendu české koruny.

Přestože má společnost Memsource a.s. otevřenou devizovou pozici jak v USD, tak v EUR, v současnosti není problematika ekonomické devizové expozice aktivně řízena. Krátkodobá volatilita měnových párů CZK/USD a CZK/EUR je nyní zajišťována pomocí forwardového kurzu.

Hlavní zdroj rizika pro budoucí ekonomické postavení společnosti vidím v nevyváženém poměru mezi měnovou strukturou výdajů a tržeb. Apreciační trend české koruny za jinak nezměněných podmínek bude dlouhodobě snižovat zisky společnosti. Kromě apreciačního trendu by budoucí cashflow mohl negativně ovlivnit i vstup nové konkurence na trh. Taková konkurence by byla schopna software a s ním spojené služby poskytovat za nižší ceny.

Ekonomická devizová expozice se tak musí řešit systematicky a dlouhodobě a její řízení by mělo být součástí vnitřního řízení podnikatelského subjektu. Proto se mnou navrhované postupy a strategie vedoucí ke snížení ekonomické devizové expozice dotýkají nastavení interních procesů. Vzhledem k povaze podnikání není možné, aby Memsource a.s. své devizové pozice uzavřela úplně. Společnost by se měla snažit alespoň částečně snížit nepoměr mezi měnovou strukturou výdajů a tržeb a využít například metody přirozeného hedgingu.

Výdaje za nákupy vybavení a IT příslušenství, či nájemné za kanceláře v Praze by měly být placeny v eurech. Stejně tak dohody o poskytování služeb s externě spolupracujícími osobami by měly být uzavírány v eurech či amerických dolarech. Vzhledem k malému potenciálu české trhu není možné znatelným způsobem zvýšit tržby denominované v českých korunách. Nicméně společnost by měla využít své monopolní síly na českém trhu a vyžadovat u českých zákazníků platby v CZK.

V případě apreciačního trendu společnost nemůže svou konkurenční výhodu stavět na nízkých cenách svého produktu. Aby byla společnost konkurenceschopná i v následujících letech, musí její produkt a služby přinášet vysokou přidanou hodnotu. Proto je nezbytné, aby společnost pravidelně alokovala pevně stanovené procento tržeb do inovací a vývoje softwaru.

V případě dlouhodobého apreciačního trendu české koruny a pokračujícího růstu nominálních mezd v ČR, by management společnosti měl zvážit i možnost přenesení části výroby do zahraničí. Tato strategie by kromě úspory nákladů pomohla v rozšíření mezinárodní sítě společnosti a v budování pozic na nových trzích. Outsourcing programátorů do zemí jako Ukrajina nebo Čína by bylo závažným strategickým rozhodnutím. Nicméně tato varianta zajištění by měla být brána v potaz v rámci stanovování dlouhodobých plánů a exportních strategií.

Na základě analýz historických dat lze předpokládat, že korelační koeficient mezi měnovými páry CZK/USD a CZK/EUR bude i v budoucnu kladný. Jelikož má společnost dvě otevřené devizové pozice (je dlouhá jak v dolarech, tak v eurech), kladný korelační koeficient mezi danými měnovými páry nepomáhá eliminovat kurzové riziko. Proto jsem se rozhodla analyzovat možnost zavedení fakturace v japonském jenu a korelaci měnového páru CZK/JPY s páry CZK/EUR a CZK/USD. Pro zhodnocení této strategie jsem vycházela z historické zkušenosti a korelačních koeficientů spočítaných pro období apreciace české koruny v letech 1998-2008. Předpokládáme-li budoucí apreciační trend české koruny, pak není vhodné, aby společnost Memsource a.s. zaváděla možnost fakturace v japonských jenech. Z mých výpočtů vyplývá kladný korelační koeficient jak pro měnové páry CZK/JPY a CZK/USD (kk 0,95), tak pro měnové páry CZK/JPY a CZK/EUR (kk 0,86).

Analýzu ekonomické devizové expozice mnou zvolené firmy by bylo možné dále rozpracovat pro více alternativních scénářů budoucího vývoje. Pokud bychom předpokládali pokračující trend stagnace české koruny, navrhované metody a strategie zajištění by byly odlišné. Analýza je v současnosti omezena i malým rozsahem dostupných dat k rozboru. Pokud bychom měli k dispozici data za delší časový úsek, bylo by možné využít metod regrese a porovnávat vývoj hospodářského výsledku společnosti s historickým vývojem měnových párů. Rozšířit by bylo možné i spolupráci s vybranou exportní společností a rozpracovat navrhované metody zajištění (například časový plán implementace či detailní návrh budoucí exportní strategie).

Seznam zkratek

AI	Umělá inteligence
B2B	Business-to-business
BoJ	Bank of Japan
CZK	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
EMU	Evropská měnová unie
ERM	Evropský mechanismus směnných kurzů
EU	Evropská unie
EUR	euro
FED	Federální rezervní systém
HDP	hrubý domácí produkt
IMF	Mezinárodní měnový fond
JPY	japonský jen
kk	korelační koeficient
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
R&D	Výzkum a vývoj
SaaS	Software jako služba
SRM	Jednotný mechanismus pro řešení bankovních problémů
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar

Seznam grafů, obrázků a tabulek

Graf 2-1 Vývoj HDP USA v reálných cenách (mil. USD)	31
Graf 2-2 Vývoj salda běžného účtu USA v % HDP	32
Graf 2-3 Nominální efektivní kurz USD	33
Graf 2-4 Nominální efektivní kurz EUR	34
Graf 2-5 Vývoj měnového páru JPY/EUR	36
Graf 2-6 Nominální efektivní kurz JPY	37
Graf 2-7 Saldo běžného účtu ČR v mil. USD	37
Graf 2-8 Vývoj CZK/EUR po ukončení kurzového závazku, měsíční data	38
Graf 2-9 Nominální efektivní kurz CZK	39
Graf 2-10 Vývoj měnového páru CZK/EUR (1998-2018), měsíční data	42
Graf 2-11 Vývoj měnového páru CZK/EUR (1998-2008), měsíční data	42
Graf 2-12 Vývoj měnového páru CZK/EUR (2008-2018), měsíční data	42
Graf 2-13 Vývoj měnového páru CZK/USD (1998-2018), měsíční data	44
Graf 2-14 Vývoj měnového páru CZK/USD (1998-2008), měsíční data	44
Graf 2-15 Vývoj měnového páru CZK/USD (2008-2018), měsíční data	44
Graf 2-16 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (1998-2018), měsíční data	46
Graf 2-17 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (1998-2008), měsíční data	46
Graf 2-18 Vývoj měnového páru CZK/100 JPY (2008-2018), měsíční data	46
Graf 3-1 Geografický původ zákazníků	52
Graf 3-2 Geografická struktura plateb	54
Graf 3-3 Měnová struktura tržeb v % (2016-2019)	55
Graf 3-4 Vývoj měnové struktury tržeb v čase (2016-2018)	56
Graf 3-5 Měnová struktura výdajů v % (2016-2018)	57
Obrázek 1-1 Typy devizové expozice a faktor času	13
Obrázek 2-1 Prognóza kurzu CZK/EUR	39
Obrázek 2-2 Hlavní kurzové události české koruny (1993-2008)	41
Tabulka 2-1 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 1998-2018)	47
Tabulka 2-2 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 1998-2008)	48
Tabulka 2-3 Korelační matice mezi měnovými páry (úrovňová data 2008-2018)	48

Seznam literatury

- 1) AmCham. (2015). Olga Cilečková became director of the Treasury Risk Department. *American Chamber of Commerce in the Czech Republic* [online]. 2015 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: <http://www.czechmarketplace.cz/news/1639-olga-cileckova-became-director-of-the-tr>.
- 2) Bank of Japan. (2014). Japan's Economy and Monetary Policy. *Bank of Japan* [online]. 2014 [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140708a1.pdf.
- 3) BusinessLeader. (2013). Saint-Gobain Adfors navyšuje tržby a chystá větší investici. *BusinessLeader* [online]. 2013 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.businessleader.cz/zpravy/stavebnictvi/saint-gobain-adfors-navysuje-trzby-chysta-vetsi-investici>.
- 4) CAVUSGIL, T. a KNIGHT G. (2015). The born global firm: An entrepreneurial and capabilities perspective on early and rapid internationalization. *Journal of International Business Studies* [online]. 2015. **46**(1), 3-16 [cit. 2019-03-28]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/43653740>.
- 5) CBO. (2018). An Update to the Economic Outlook: 2018 to 2028. *Congressional Budget Office* [online]. 2018 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://www.cbo.gov/publication/54318>.
- 6) Currency Solutions. (2014). Key Factors Influencing Euro vs. the Japanese Yen. *Currency Solutions* [online]. 2014 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://www.currencysolutions.co.uk/news/daily/key-factors-influencing-euro-vs-the-japanese-yen>.
- 7) ČERNOHLÁVKOVÁ, E. a kol. (2007). *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-321-8.
- 8) Česká televize. (2019). Koruna je na úrovni jako před intervencemi. Optimistickému očekávání ČNB o posílení se vzpouzí. *Česká televize* [online]. 2019 [cit. 2019-04-07]. Dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2777123-koruna-je-na-urovni-jako-pred-intervencemi-optimistickemu-ocekavani-cnb-o-posileni?fbclid=IwAR2PSF48VM6ASAyJvDChVI7NMdjRB6CMb7kKhLQ3z3BzdWKvXut38XdzLBI>.
- 9) ČNB. (2008). Vývoj kurzu koruny, Vývoj kurzu koruny, přijetí eura a aktuální otázky měnové politik. *Česká národní banka* [online]. 2008 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20080621_broker_consulting_koruna_euro_mp.pdf.
- 10) ČNB. (2017). Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou. *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2017.pdf.
- 11) ČNB. (2018). Vstup do Evropské unie a úvahy o přijetí eura. *Česká národní banka* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/2_vstup_do_evropske_unie_a_uvahy_o_prijeti_eura/.

- 12) ČNB. (2019). Aktuální prognóza ČNB. *Česká národní banka* [online]. 2019 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#kurz.
- 13) ČNB. (2019). Arad – Systém časových řad: Devizové kurzy (měsíční průměr) (CZK/EUR). *Česká národní banka* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AECA&p_sestuid=&p_lang=CS.
- 14) ČNB. (2019). Arad – Systém časových řad: Devizové kurzy (měsíční průměr) (CZK/USD). *Česká národní banka* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AECA&p_sestuid=&p_lang=CS.
- 15) ČNB. (2019). Arad – Systém časových řad: Devizové kurzy (měsíční průměr) (CZK/JPY). *Česká národní banka* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AECA&p_sestuid=&p_lang=CS.
- 16) ČNB. (2019). Co byl kurzový závazek? *Česká národní banka* [online]. 2019 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_byl_kurzovy_zavazek.html#1.
- 17) ČSOB. (2018). Nástroje sloužící k zajištění kurzového rizika: Devizové opce. *Československá obchodní banka* [online]. 2018 [cit. 2018-11-18]. Dostupné z: https://www.csob.cz/portal/documents/10710/80968/fx_listy.pdf.
- 18) ČSOB. (2018). Nástroje sloužící k zajištění kurzového rizika: Forward (Termínová operace). *Československá obchodní banka* [online]. 2018 [cit. 2018-11-18]. Dostupné z: https://www.csob.cz/portal/documents/10710/80968/fx_listy.pdf.
- 19) ČSÚ. (2018). Zahraniční obchod se státy EU a mimo EU v roce 2017. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/61165742/2410151806.pdf/8147cc6e-d6c0-4713-890c-b4060e0b69f6?version=1.1>
- 20) ČSÚ. (2019). Průměrné mzdy - 4. čtvrtletí 2018. *Český statistický úřad* [online]. 2019 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/prumerne-mzdy-4-ctvrtleti-2018>.
- 21) ČSÚ. (2018). Hlavní zahraničněobchodní partneři v roce 2017. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/61165742/2410151805.pdf/a59e78a8-917a-4771-9036-838e121a3396?version=1.1>.
- 22) Deloitte. (2017). Výhled české ekonomiky na rok 2018. *Deloitte* [online]. 2017 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/deloitte-analytics/Vyhled-ceske-ekonomiky-na-rok-2018.pdf>.
- 23) DI GREGORIO, D., MUSTEEN, M. a THOMAS, D. (2009). Offshore Outsourcing as a Source of International Competitiveness for SMEs. *Journal of International Business Studies* [online]. 2009, 40(6), 969-988 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/40262820>.
- 24) Diceus. (2019). Best Countries to Outsource Software Development. *Diceus.com* [online]. 2019 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: <https://diceus.com/best-countries-to-outsource-software-development/>.

- 25) DURČÁKOVÁ, J. (2008). Inflace, devizový kurs a translační devizová expozice (teoretické aspekty). *Český finanční a účetní časopis*. 2008, **2008**(1), 40-55 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/cfuc/256>.
- 26) ECB. (2019). Czech Koruna (CZK). *European Central Bank* [online]. 2019 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-czk.en.html.
- 27) ECB. (2019). ECB reference exchange rate, Japanese yen/Euro: 1999-2018. *ECB Statistical Data* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?node=qview&SERIES_KEY=120.EXR.D.CZK.EUR.SP00.A.
- 28) ECB. (2019). Japanese yen (JPY). *European Central Bank* [online]. 2019 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-jpy.en.html.
- 29) Echo24. (2016). Praha prodloužila nájem Škodova paláce: bude platit v EUR a nechce opci. *Echo24.cz* [online]. 2016 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://echo24.cz/a/i3twN/praha-prodlouzila-najem-skodova-palace-bude-platit-v-eur-a-nechce-opci>.
- 30) Epravo. (2015). Výplata mzdy a platu v cizí měně. *Epravo.cz* [online]. 2015 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/vyplata-mzdy-a-platu-v-cizi-mene-99136.html>.
- 31) Evropská komise. (2008). Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure – a euro-area perspective.str 17. *European Commission* [online]. Brusel, 2008 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication11475_en.pdf.
- 32) GALA. (2019). What is Localization? *GALA* [online]. 2019 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <https://www.gala-global.org/industry/intro-language-industry/what-localization>.
- 33) GOV.UK. (2018). Overseas Business Risk – Japan. *UK Government* [online]. 2018 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://www.gov.uk/government/publications/overseas-business-risk-japan/overseas-business-risk-japan>.
- 34) HUSTON, E. a STEVENSON, S. (2010). Openness, Hedging Incentives and Foreign Exchange Exposure: A Firm-Level Multi-Country Study. *Journal of International Business Studies* [online]. 2010, **41**(1), 105-122 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: www.jstor.org/stable/27752480.
- 35) IMF. (2019). What is nominal effective exchange rate? International Financial Statistics (IFS) dataset portal. *International Monetary Fund* [online]. 2019 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: <http://datahelp.imf.org/knowledgebase/articles/537469-what-is-nominal-effective-exchange-rate-neer>.
- 36) IMF. (2018). Euro 2.0: Past, Present, and Future of Euro Area Integration. *International Monetary Fund* [online]. 2018 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/06/22/sp062518-euro-area-integration>.
- 37) JP Morgan Chase. (2019). U.S. DOLLAR FORECAST. *JP Morgan Chase* [online]. 2019 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://am.jpmorgan.com/blob-gim/1383499654451/83456/JPM50455%20LTCA%202018%20-%20US%20DOLLAR.pdf>.

- 38) Justice. (2014). Notářský zápis [NZ 1104/2014]. *Justice.cz* [online]. 2014 [cit. 2019-03-01]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=20898092&subjektId=392493&spis=967744>.
- 39) KRÁL, M. (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*. Praha: VOX, 2003. ISBN 80-86324-28-1.
- 40) LEVI, M. (2005). *International Finance*. 4. Routledge: 2005. ISBN 978-0415308991.
- 41) MA, D. (2007). The business model of "Software-as-a-Service" [online]. *Singapore Management University*, 2007 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1571&context=sis_research.
- 42) MANDEL, M. a DURČÁKOVÁ, J. (2016). *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
- 43) Memsourc. (2019). Editions & Pricing. *Memsourc* [online]. 2019 [cit. 2019-03-08]. Dostupné z: <https://www.memsourc.com/pricing2/>.
- 44) Memsourc. (2019). Testimonials and Customer Stories. *Memsourc* [online]. 2019 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <https://www.memsourc.com/testimonials/>.
- 45) MF ČR. (2018). Macroeconomic Forecast - November 2018. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2018 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/en/statistics/macroeconomic-forecast/2018/macroeconomic-forecast-november-2018-33462>.
- 46) MF ČR. (2018). Nominální efektivní kurz koruny. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2018 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/reer_cs.pdf.
- 47) MILLER, K. a REUER, J. (1998). Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements. *Journal of International Business Studies* [online]. 1998, **29**(3), 493-513. Dostupné z: www.jstor.org/stable/155522.
- 48) Ministry of Finance. (2018). Japanese Public Finance Fact Sheet. *Ministry of Finance, Japan* [online]. 2018 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2017/04.pdf>.
- 49) OECD. (2017). OECD Economic Surveys: Japan. *OECD* [online]. 2017 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Japan-2017-OECD-economic-survey-overview.pdf>.
- 50) OECD. (2018). OECD Economic Surveys: Euro Area. *OECD* [online]. 2018 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Euro-area-2018-OECD-economic-survey-overview.pdf>.
- 51) OECD. (2018). OECD Economic Surveys: United States. *OECD* [online]. 2018 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview-United-States-2018-OECD.pdf>.
- 52) OECD. (2019). General government debt. *OECD data* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: <https://data.oecd.org>.
- 53) OECD.Stat. (2019). Balance of Payments BPM6: Current account balance as a % of GDP (1970-2018). *OECD.Stat* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: <https://stats.oecd.org/>.

- 54) OECD.Stat. (2019). Balance of Payments BPM6: Czech Republic. *OECD Stat.* [online]. 2019 [cit. 2019-03-02]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_BOP6#.
- 55) OECD.Stat. (2019). Gross domestic product (GDP: Current prices (2000-2018)). *OECD Stat.* [online]. 2019 [cit. 2019-03-16]. Dostupné z: <https://stats.oecd.org/>.
- 56) prag.ai (2019). Vychováme AI talenty. *Prag.ai* [online]. 2019 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <http://prg.ai/>.
- 57) SHAPIRO, A. (2014). *Multinational financial management*. Tenth Edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2014. ISBN 978-1118572382.
- 58) Simultrans. (2013). Localization Return on Investment. *Simultrans* [online]. 2013 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <https://www.simultrans.com/blog/localization-roi>.
- 59) SMEJKAL, V. a RAIS, K. (2013). *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*, 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4644-9.
- 60) TAUŠER, J. (2007). *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1165-8.
- 61) UBS. (2018). UBS Year Ahead 2019. *UBS Group AG* [online]. 2018 [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/marketnews/home/article.1401693.html>.