

E S E J

MĚNOVÉ FUTURES A MĚNOVÉ OPCE

Úvod

Měnovými operacemi se nazývají prodeje a nákupy cizích měn, zejména pro zprostředkování obchodů se službami a kapitálovými transakcemi¹. Jednotlivé subjekty provádějící měnové operace však mohou mít i jiné motivy. Může to být snaha dosáhnout zisku z kurzových rozdílů případně snaha zajistit se proti kurzovému pohybu.

Operace prováděné jednotlivými subjekty na měnovém trhu se dělí podle doby realizace na:

- promptní – k realizaci dochází do druhého dne po uzavření kontraktu a
- termínové operace – k realizaci dochází v nějakém termínu předem dohodnutém při jejich uzavření.

1. Termínové operace

V případě termínových operací dochází k realizaci v nějakém termínu v předem dohodnutém termínu při jejich uzavření. Mezi termínové operace patří:

- forward²;
- opce;
- futures a
- swapy – kombinace promptní a termínové operace³

2. Měnové futures

Operace futures slouží k zajištění zahraniční pohledávky či závazku. Zahraniční pohledávku je možné zajistit prodejem, případně nákupem kontraktu futures, a to v závislosti na tom, na jakou měnu pohledávka zní, neboť na trhu futures

¹MARKOVÁ, J.: Mezinárodní měnové operace. Praha, VŠE, 1995. ISBN 80-10-03191-9.

² pro kupujícího termínového kontraktu vyplývá závazek převzít a pro prodávajícího dodat předem dohodnuté množství zahraniční měny v časovém termínu a kursu dohodnutém při uzavření transakce.

³ zahrnuje dvě operace, které jsou uzavírány s jedním partnerem ve stejném čase. Jde o nákup jedné měny proti druhé měně k určitému datu a současný (zpětný) prodej této měny proti měně původní s jinou dobou splatnosti.

se obchoduje pouze s vybranými měnami. Výše kontraktů (lotů) a doba realizace jsou navíc standardizovány a často neodpovídají zajišťované operaci. V den splatnosti pohledávky dojde k uzavření pozice na burze, tzn. k nákupu dříve prodaných kontraktů, příp. k prodeji dříve nakoupených kontraktů, a clearingová ústředna vypořádá s klientem zisk, příp. ztrátu z pohybu kursu futures během tohoto období. Současně je pohledávka prodána na promptním trhu.

Výhodou je standardizace parametrů kontraktů, která vede na rozvinutém trhu k vysoké likviditě. Pákový efekt umožňuje realizovat nadproporciální zisky při omezeném objemu investovaných prostředků, a to za absence nákladů financování, na rozdíl od klasických maržových obchodů, s futures kontrakty lze stejným způsobem a při stejných nákladech otvírat krátké i dlouhé pozice, v případě, že to daná burza umožňuje, existuje možnost výběru z více způsobů uzavření pozice. Díky dennímu vypořádání zisků a ztrát dochází k průběžné realizaci zisků, které mohou být investorem využity.

Nevýhodou je, že pákový efekt funguje oběma směry a tudíž způsobuje i vysokou rizikovost futures kontraktů. Díky dennímu vypořádání zisků a ztrát dochází k průběžné realizaci ztrát, na které musí mít investor dostatečnou rezervu, aby nedošlo k nedobrovolnému uzavření pozice.

Měnové operace futures (futures) patří mezi relativně mladé termínované operace. Poprvé byly obchodovány na *Chicago Mercantile Exchange (CME)*⁴. Jeho vznik souvisí s pádem bretonwodského měnového systému.

K systému pevných měnových kursů patřil i kursový mechanismus bretonwodského měnového systému využívány v rámci MMF (*Mezinárodní měnový fond*) od začátku jeho fungování (1945) až do roku 1971. V tomto kursovém systému byly národní měny členských států MMF vázány na USD a zlato.⁵

⁴ (často označovaný jako "Chicago Merc", nebo "Merc") je americká finanční a komoditní společnost, která obchoduje s finančními a komoditními deriváty. Sídíl v Chicagu a nachází se 20 S. Wacker Drive.

⁵ Opíral se o zlato a americký dolar jako nejsilnější národní měnu poválečného období. Jeho postavení vyplývalo ze silné ekonomické, vojenské a politické pozice, které si USA po válce ještě víc upevnila především dodávkami zboží zničeným zemím a vývozem kapitálu. Neméně důležitou roli sehrál i závazek americké vlády volně směňovat dolary za zlato vládám a oficiálním měnovým

MMF usiloval o vytvoření takového systému měnových kursů, jehož mechanismus fungování by zabraňoval prudkým výkyvům měnových kursů, přispíval tak k udržení jejich dlouhodobé stability, a tím vytvářel příznivé podmínky pro mezinárodní pohyb zboží a služeb a pro mezinárodní pohyb kapitálu.

Vznik měnových futures bylo reakcí na pád brettonwodského měnového systému, který ukončil etapu stabilních měnových kursů a malých pohybů úrokových měr. Zvýšení kursových pohybů zvýšilo riziko a nejistotu účastníků měnových trhů a vyvolalo potřebu zajištění proti kursovým pohybům. V roce 1982 byl zahájen obchod s termínovanými devizovými kontrakty na londýnské futuritní burze LIFFE (London International Financial Futures Exchange). Přesto má i nadále obchod s devizovými futuritami své hlavní místo v USA.

Měnové kontrakty futures jsou obchodovány pouze na burze a pouze ve vybraných měnách. U těchto operací platí pro kupujícího a prodávajícího stejné povinnosti jako u termínových forwardových operací.

Pro operace futures (futures) je charakteristické, že kupující kontraktu má povinnost převzít a prodávající má povinnost dodat danou měnu za cenu (kurs) stanovenou *dnes* na trhu futures⁶. Výše kontraktu a doba splatnosti jsou standardizovány. Minimální obchodované množství je – *lot* – pro jednotlivé měny je stanoveno takto:

institucím (centrálním bankám) členských zemí Fondu a to podle *zlatého obsahu dolaru* (35 dolarů za 1 trojskou unci, tj. 31,10348 g zlata).

⁶ BLÁHA S. Z.- JINDŘICHOVSKÁ, I.: Opce, swapy a futures deriváty finančního trhu, Praha. Management Press 1993. ISBN 80 -7168-749-9.

MĚNA	LOT
GPB	62 500
CAD	100 000
EUR	125 000
JPY	12 500 000
CHF	125 000
AUD	100 000

zdroj: LIFFE

Výše kontraktu může být stanovena pouze v celých násobcích lotů. Termín splatnosti kontraktu je zpravidla třetí středa v březnu, červnu, září a prosinci. Smyslem standardizace je zajistit větší nabídku a poptávku a tím větší likviditu trhu.

Cena kursu futures (FR) je odvozována analogickým způsobem jako termínovaný kurs forward. Vzhledem k tomu, že takřka všechny kontrakty futures jsou obchodovány v USD, resp. EUR stanovuje se cena futures jako kurs USD resp. EUR k ostatním obchodovaným měnám. Při jeho výpočtu se vychází z toho vztahu:

$$FR_{EUR/USD} = [(SR_{EUR/USD}) * (1 + IR_{EUR} / 100 * t / 360)] / (1 + IR_{USD} / 100 * t / 360)$$

Výše kursu futures (FR) závisí na promptním kursu (SR), na úrokových sazbách IR_{EUR} a IR_{USD} a dále na době do splatnosti kontraktu t .

Pokud je úroková sazba na měnu USD nižší než úroková sazba na EUR, futures USD jsou prodávány s *prémii*. Tato prémie se zvyšuje s růstem úrokového diferenciálu ve prospěch EUR a při poklesu se snižuje. Pokud je úroková sazba na USD vyšší než úroková sazba na EUR, futures USD jsou naopak prodávány za *diskont*. Znamená to tedy, že čím bude úroková sazba na EUR vyšší, tím bude vyšší i kurs futures oproti promptnímu kursu.

Absolutní výše prémie či diskontu dále závisí na pohybu kursu na promptním trhu a na době splatnosti kontraktu. S klesající dobou splatnosti se rozdíl mezi

promptním kursem a kursem futures snižuje, neboť vliv rozdílné úrokové sazby klesá. V době splatnosti kontraktu se obě veličiny, tedy promptní kurs a kurs futures se sobě rovnají.

Příklad

Na základě údajů, které jsou k dispozici, lze kurs pro tříměsíční kontrakt vypočítat takto:

Promptní kurs EUR/USD = 1,242 (0,805 USD/EUR).

Úroková sazba na tříměsíční depozita v EUR = 7 % p. a.

Úroková sazba na tříměsíční depozita v USD = 6,5% p. a.

$$FR_{EUR/USD} = [1,242 * (1+7/100 * 90/360)] / (1+ 6,5/100 * 90/ 360) = 0,626$$

3. měnové opce

Opce nejsou zázračný nástroj. Oproti ostatním obchodovaným instrumentům mají výhody i nevýhody. Mezi výhody patří princip obchodování opcí s využitím tzv. pákového mechanismu, při kterém na kontrolu určité investice není potřeba kapitál v plné hodnotě podkladu. Použitím správné opční strategie je možné velmi efektivně kontrolovat riziko obchodu. Opce umožňují vstupovat do pozice s velmi malými kapitálovými požadavky. Jednou z největších výhod obchodování opcí je časová hodnota. Většina ziskových opčních obchodníků těží právě z této vlastnosti opce. Prodávají opce, které v důsledku plynutí času ztrácejí na své hodnotě – jejich časová hodnota klesá, širokou škálou tzv. příjmových strategií dovedou pravidelně generovat zisky s vysokou úspěšností.⁷ Mezi nevýhody patří nízká expirace.

Opce patří mezi nejstarší termínové operace. Původně byly využívány na komoditních trzích k zajištění poklesu cen (producenty), nebo jejich vzestupu (obchodníky). Postupně se tyto operace rozšířily i na cizí měny. Devizová opce může být kupní (call-opce) nebo prodejní (put-opce).

⁷ <http://www.fxstreet.cz/zpravodajstvi-69321.html>

Kupujícímu (majiteli) dává **kupní opce** právo nákupu a **prodejní opce** právo prodeje určitého množství cizí měny za předem dohodnutou cenu (uplatňovací, realizační) cena. Prodávajícímu (vypisovali) vzniká prodejem kupní opce povinnost prodat a prodejem prodejní opce povinnost koupit určité množství cizí měny za předem dohodnutou cenu.⁸

Majitel opce má tedy právo, nikoli povinnost nakoupit (příp. prodat) sjednané množství cizí měny. Znamená to, že pokud se promptní kurs odvíjí jiným způsobem, než majitel předpokládal, nemusí opci realizovat. Pokud se promptní kurs odvíjí očekávaným, majitel opci realizuje, a to buď:

- kdykoli během doby splatnosti – tj. *americká opce*
- pouze v jeden, předem určený den splatnosti – tj. *evropská opce*,
- není-li opční právo do stanoveného dne splatnosti uplatněno, opce propadá.

CALL (kupní)		PUT (prodejní)	
Majitel	Vypisovatel	Majitel	Vypisovatel
může, ale nemusí uplatnit své právo na koupi cizí měny za dohodnutou cenu	musí cizí měnu prodat za dohodnutou cenu	může, ale nemusí uplatnit své právo na prodej cizí měny za dohodnutou cenu	musí cizí měnu koupit za dohodnutou cenu

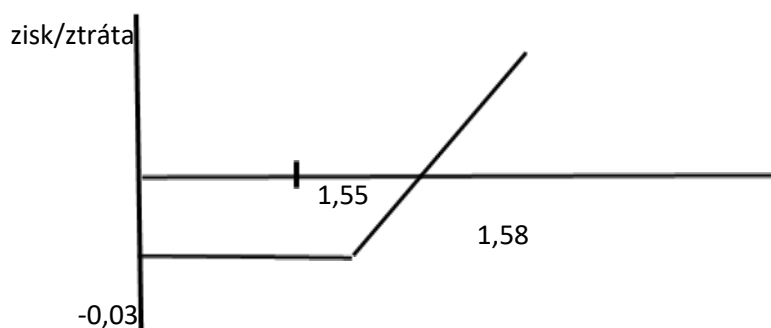
Časová hodnota opce je spekulativní ohodnocení času, který zbývá do konce splatnosti opce. Závisí na volatilitě (variabilita), době splatnosti a úrokovém diferenciálu.

Volatilita (nestabilita, kolísání) je vyjádřením pravděpodobnosti, že se promptní kurs bude během určitého období měnit. Tím se zvyšuje riziko na straně majitele, tak vypisovatele opce. Vliv změny promptního kursu na postavení majitele a vypisovatele call-opce je vyjádřena pomocí grafů. Na vodorovné ose je zachycen promptní kurs na svislé ose zisk, příp. ztráta. Pro jednoduchost se vychází z těchto

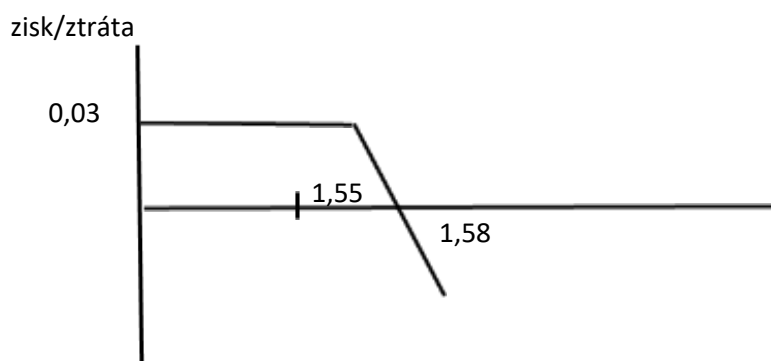
⁸ RIEGER, L.:Burzovní lexikon. Mnichov, 1991

údajů: Dohodnutý kurs opce je 1,55 EUR/USD a cena opce (opční prémie) je 0,003 USD/EUR.

Příklad call opce - bude-li promptní kurs nižší než dohodnutý kurs, majitel call-opci neuplatní a koupí cizí měnu na trhu. Jeho maximální možná ztráta je pouze ve výši zaplacené prémie. Převýší-li promptní kurs dohodnutý kurs včetně prémie, pak majitel opci uplatní, neboť v tomto případě realizuje zisk. Jeho výše závisí na rozdílu mezi dohodnutým kursem a promptním kursem. Maximální zisk je tedy neohraničen, ale redukuje se o zaplacenou prémii.



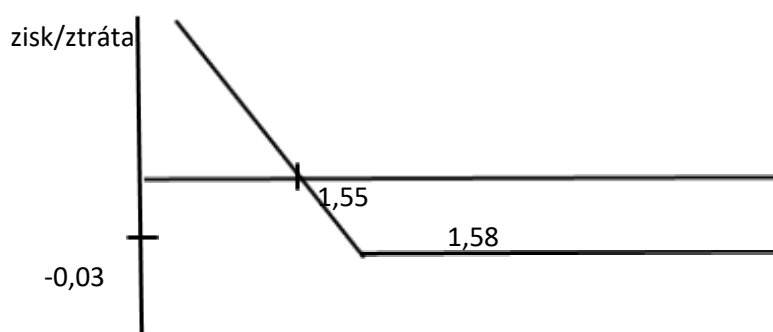
Postavení vypisovatele call-opce bude opačné a lze je znázornit takto:



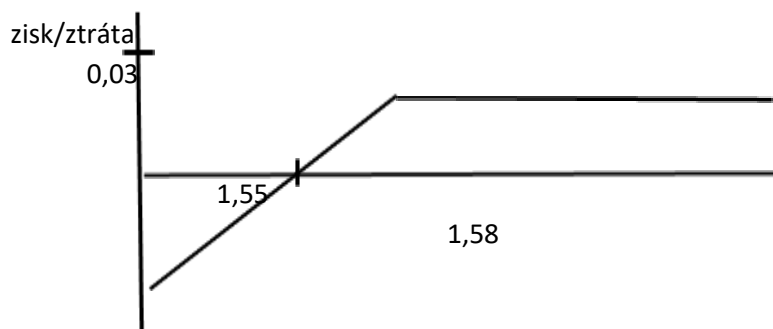
Maximální zisk prodejce call-opce je ohraničen výši inkasované prémie. Tohoto zisku dosáhne v případě, že promptní kurs je nižší než dohodnutý kurs včetně prémie a opce není ze strany majitele realizována. Na druhé straně v případě, že promptní kurs je vyšší než kurs dohodnutý, utrpí prodejce ztrátu. Její výše není

ohraničena. Závisí na rozdílu mezi promptním kursem a dohodnutým kursem, redukováném o výši inkasované prémie.

Příklad put-opce – obdobně lze znázornit i put-opce majitele a prodejce put-opce. Majitel put-opce při růstu promptního kursu opci neuplatní a prodá cizí měnu na promptním trhu. Jeho maximální ztráta je omezena výši prémie, kterou za opce zaplatil. Při poklesu promptního kursu bude majitel opci realizovat. Jeho zisk bude tím větší, čím rychleji bude klesat promptní kurs.



Prodávající put-opce inkasuje opční prémii, která představuje maximální výši zisku, kterého může dosáhnout. Tohoto zisku dosáhne v případě, že promptní kurs je větší než dohodnutý kurs, a majitel put-opci nerealizuje. Na druhé straně v případě, že promptní kurs bude nižší než kurs dohodnutý, majitel opci uplatní a prodávající utrpí ztrátu. Její výše závisí na rozdílu mezi promptním kursem a dohodnutým kursem, sníženého o výši inkasované prémie.



Vzhledem k tomu, že vypisovatel opce je vystaven neomezené ztrátě, zatímco majitel opce může vzniknout ztráta maximálně ve výši prémie, je větší volatilita faktorem, který má vliv na zvýšení opční prémie.

Závěr

Mezi jednotlivými zeměmi a hospodářskými subjekty dochází neustále k ekonomickým operacím a transakcím, které souvisejí s pohybem zboží, služeb a kapitálu. Na základě těchto operací vznikají mezi jednotlivými subjekty zahraniční pohledávky a závazky. Proto jednotlivé země a subjekty vstupují do zahraničních vztahů s cílem převést vzniklé pohledávky do domácí měny a k úhradě svých závazků a zase naopak koupit měnu zahraniční. K tomu slouží mimo jiné i operace futures a opce.

Měnové kursy patří mezi nejdůležitější kategorie mezinárodních financí. Jejich význam spočívá především v tom, že umožňují propojení vnitřních ekonomických procesů s vnějšími ekonomickými vztahy. Výše kursu má vliv nejen na výsledky finančního hospodaření podniků a jednotlivců, ale ovlivňuje také celkové postavení země vůči zahraničí. Působí totiž na rozhodování jednotlivých subjektů o účasti v zahraniční směně, tzn. do jaké míry je výhodný vývoz a na druhé straně jak nákladný bude dovoz určité komodity. Stejně tak ovlivňuje rozhodování investorů o alokaci kapitálu.