

Vliv pohybů měnových kurzů na výkonnost investic

Tomáš Plundra

Jak už bývá pravidlem, s každou investicí je spojeno hned několik rizik, které by měl investor zohledňovat. Jedním z nich je také riziko měnové. Standardní český investor považuje za svou defaultní (výchozí) měnu českou korunu. Při investování do akcií, ETF, podílových fondů, komodit, a dalších investičních nástrojů vedených/obchodovaných v zahraničních měnách tak vždy tento běžný investor podstupuje měnové riziko. Na následujících řádcích se budete moci dočíst více o tomto nezanedbatelném riziku, které se pokusím názorně popsat především na konkrétních příkladech.

Turbulence na měnových trzích

V posledních měsících jsme svědky značných pohybů měnových kurzů na globálních trzích, když výjimkou nejsou ani extrémy, kdy jednotlivá měna posílí/oslábí i o desítky procent. Jeden z historicky největších denních pohybů byl vidět v polovině ledna u švýcarského franku, který po náhlém zrušení intervenčního režimu ze strany tamní centrální banky, skokově posílil vůči euru až o 30% a daný týden zakončil o 17% silnější (viz následující graf).



Zdroj: Bloomberg

V loňském roce dominoval extrémním pohybům především ruský rubl, který zažil v posledním čtvrtletí doslova volný pád, když ztratil více než polovinu své hodnoty. Rozdílná výkonnost jednotlivých ekonomik a kroky centrálních bankéřů značně ovlivňovaly pohyby dalších světových měn. Změny vybraných měnových páru za celý rok 2014 znázorňuje následující tabulka.

Pohyby měnových páru za rok 2014	
EUR/USD	-11,97
EUR/GBP	-6,47
EUR/CZK	+1,18
EUR/RUB	+62,27
USD/CZK	+14,94
USD/JPY	+13,74
USD/RUB	+84,78
USD/GBP	+5,92

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Bloomberg

Z tabulky je patrné významné posilování amerického dolaru, slabé euro a ještě slabší rubl. Pokračující intervenční režim České národní banky, která uměle udržuje kurz naší koruny vůči euru nad 27 korunami, naopak nepovolil žádný velký pohyb (otázkou je, co nastane, až ČNB od intervence upustí, ale tím se v článku zabývat nebudu).

Rozlišujeme měnu obchodování a základní měnu investičního instrumentu

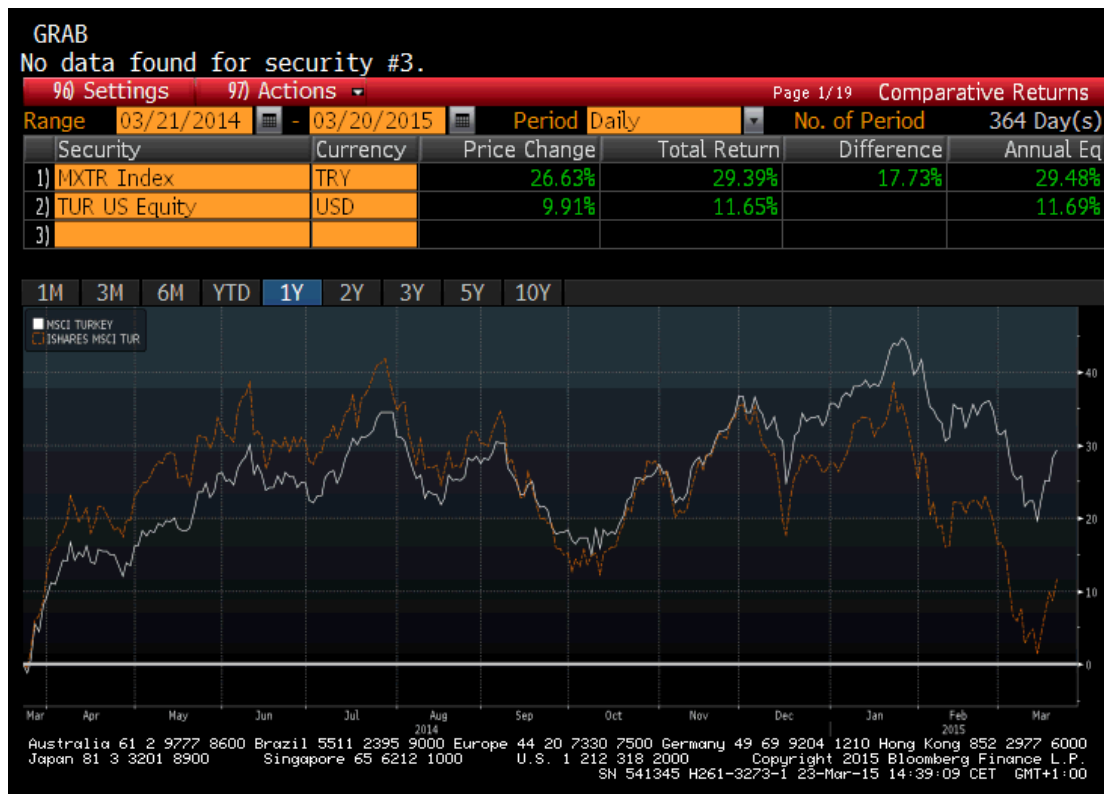
Při zohledňování měnového rizika je třeba brát v potaz dva rozdílné faktory, a to měnu, ve které se daná akcie či fond obchoduje a základní měnu fondu či domicil akciového titulu. Na trhu můžeme totiž nalézt celou řadu různých kombinací a ne vždy je dopad změn měnových kurzů stejný.

Příklad 1: Obchodovaná měna = měně domicilu, pouze defaultní měna investora je rozdílná

Základním a nejběžnějším příkladem je, že obchodujeme s aktivem v cizí měně, která je současně domácí měnou daného aktiva. Jako příklad mohou posloužit akcie Apple, které koupíme prostřednictvím brokera na americkém trhu v dolarech. Po této transakci máme v portfoliu akcie americké společnosti obchodované v dolarech. V tu chvíli ovlivňuje naši celkovou výkonnost pouze kurz akcie na burze a vývoj měnového páru USD/CZK. V případě, že se tržní cena titulu nezmění a česká koruna posílí vůči dolaru například o 5%, investor se při realizaci obchodu a převodu zpět do své defaultní měny ocitne v 5procentní ztrátě. Dopad změny měnových kurzů může být však i pozitivní, k čemuž dochází, když defaultní měna oslabuje vůči měně, ve které je investice držena.

Příklad 2: Obchodovaná měna je rozdílná od domácí měny investice i od defaultní měny investora

V tomto případě je již situace o poznání složitější. Názorný příklad popíši pomocí ETF iShares MSCI Turkey, které odráží výkonnost tureckých akcií (konkrétně kopíruje index MSCI Turkey) a domácí měnou je tedy turecká lira. ETF je obchodováno na NYSE v USA, tedy v dolarech. Defaultní měnou českého investora je česká koruna.



Zdroj: Bloomberg

Na výše uvedeném obrázku je znázorněna roční výkonnost indexu MSCI Tureky (měna turecká lira) a ETF kopírující tento index obchodované v dolarech. Turecká lira od konce loňského roku značně oslabila vůči dolaru, což je pěkně vidět v grafu na rozevírajícím se spreadu. Jinými slovy Američan, který loni vsadil na růst tureckých akcií prostřednictvím ETF fondu TUR, se musel spokojit s výnosem přesahujícím 11,5%, přestože turecký index v domácí měně posílil téměř trojnásobně o krásných cca 30%. Český investor, jež měl v portfoliu stejný instrument, tedy ETF TUR zaměřené na turecké akcie, dosáhl podobně, jako jeho zámořský kolega kapitálového výnosu „pouze“ 11,5%. Celkovou výkonnost investice tohoto českého investora na rozdíl od Američana ovlivnil také kurz USD/CZK. Vzhledem k tomu, že dolar posiloval také vůči koruně, český investor silně zaostává za podkladovým aktivem dorovnal následnou konverzí z dolarů do korun. Je třeba ale zdůraznit, že v daném případě se jedná o příznivou shodu okolností a rozhodně s ní nelze příliš kalkulovat, naopak změna kurzu USD/CZK mohla být i v neprospěch investora. V praxi tedy nejsou výjimkou ani případy, kdy se sice podaří vystihnout správný pohyb základního investičního instrumentu, ale celkový výnos je vinou negativních pohybů měnových kurzů pro investora záporný. V našem příkladu by tomu nastalo u českého investora v případě posílení koruny vůči dolaru o více než 11,5% za poslední rok.

Příklad 3: Měnově zajištěné investiční nástroje

Na trhu existuje celá řada měnově zajištěných investičních nástrojů, nejčastěji v případě podílových fondů či ETF. Jednoduše řečeno daný fond je zajišťován tak, aby pohyb měnových kurzů mezi domácí měnou a měnou obchodování instrumentu neměl vliv na jeho výkonnost. Příkladem je ETF WisdomTree Japan Hedged Equity Fund, který je obchodován v USA a jeho podkladovým aktivem je stejnojmenný index odrážející výkonnost japonských akcií.



Zdroj: Bloomberg

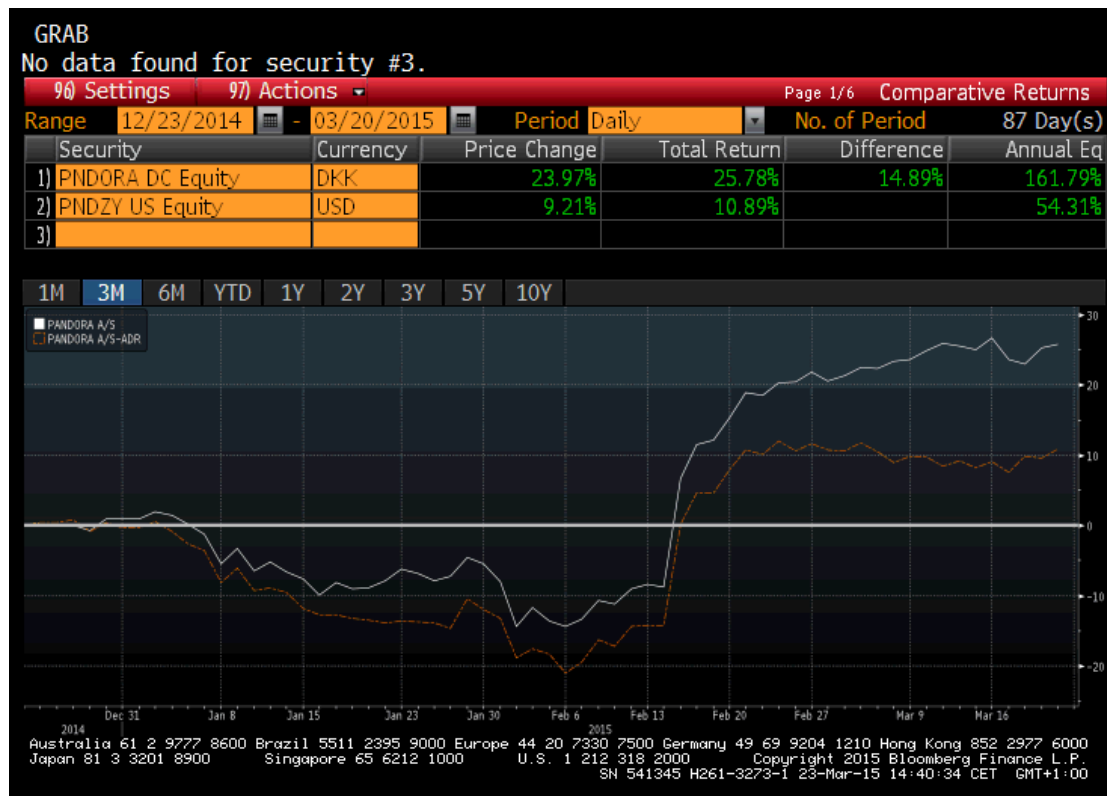
Předchozí obrázek graficky znázorňuje výkonnost indexu a ETF kopírující index (oba v USD), a zároveň nejpoužívanějšího indexu japonského akciového trhu Nikkei 225 (v JPY). Z grafu je patrný téměř totožný vývoj všech tří sledovaných nástrojů za poslední rok. Drobné rozdíly mohou způsobit ne vždy zcela shodné váhy jednotlivých akcií a také náklady fondu, které index Nikkei samozřejmě zohledněny nemá. Na první pohled může být matoucí téměř dvojnásobný rozdíl v cenové výkonnosti, který je však způsoben výplatou dividend. ETF DXJ totiž dividendy investorům pravidelně vyplácí a nezohledňuje je tak do své ceny. Naopak samotný index WisdomTree Japan Hedged Equity má výnosy z dividend v ceně již zohledněny. Total return výkonnost však značí, že všechny tři porovnávané instrumenty dosáhly téměř shodného zhodnocení. Investor zde tedy podstupuje měnové riziko pouze ve vztahu defaultní měny a měny fondu (USD/CZK). V případě, že by ETF DXJ nebylo měnově zajištěno, vstupoval by do rizika také pohyb kurzu japonského jenu.

Příklad 4: Služba měnového úvěru pro obchodování ze strany brokerů

Investoři mohou častokrát využít služeb brokerů, mezi které patří také měnový úvěr. Služba funguje na principu, kdy klient vloží na svůj účet částku v korunách a má do daného ekvivalentu přístup k obchodování také na zahraničních trzích v zahraničních měnách. Investor tak nepodstupuje měnové riziko a může se soustředit čistě na kapitálový výnos. Daná služba samozřejmě není zcela zdarma, ale běžný poplatek 2% až 3% ročně z objemu tzv. vypůjčené cizí měny by neměl být překážkou. Především, když jsme svědky procentuálně mnohem vyšších pohybů mezi jednotlivými světovými měnami. Je třeba však počítat s tím, že za odstranění rizika nepříznivého vývoje měn investor automaticky také ztrácí možný potenciál případného příznivého vývoje. Zde je dobré si položit otázku, zdali chci spekulovat/investovat na pohyb kurzů aktiva či na měnové pohyby. Jak je vidět z uvedených příkladů, lze obě varianty také kombinovat, ale osobně se domnívám, že pokud investor cítí spíše měnový záměr, měl by raději obchodovat přímo samotné měny.

Příklad 5: Kombinace měnového úvěru a současně měnového rizika

Posledním příkladem, který bych rád uvedl, je využití měnového zajištění a přesto vliv měnového rizika. V podstatě se jedná o modifikaci příkladu 2 s měnovým zajištěním. Vhodný příklad lze znázornit na akciích dánského výrobce šperků Pandora.



Zdroj: Bloomberg

Jak značí výše uvedený graf, akcie Pandora na domácí burze v Dánsku posílily za poslední 3 měsíce o téměř 26%. Málokdo má však přístup na dánskou burzu a obchoduje tak s titulem v zámorí, kde však vinou posilujícího dolaru za stejné období vzrostl kurz akcie pouze cca o 11%. V příkladu 2 se podařilo investorovi uvedenou ztrátu dohnat následnou měnovou konverzí zpět do korun. V případě využití měnového úvěru však ke konverzi nedojde a investor se tak musí spokojit čistě s kapitálovým výnosem drženého instrumentu. I zde však, ale může být efekt opačný (pro investora příznivý), a to za předpokladu posilování dánské koruny vůči dolaru.

Závěrečné shrnutí

Cílem článku bylo poukázat na měnové riziko, které je nedílnou součástí zohledňovaných rizik, před otevřením obchodu. Na názorných příkladech jsem se pokusil přiblížit možné dílčí varianty tohoto rizika a dopady pro investora. Shrnutí základních bodů, na které článek poukazuje:

- Měnové riziko je nedílnou součástí investičního rozhodování a každý investor by ho měl před vstupem do pozice zohledňovat.
- Pohyby měnových kurzů mohou mít na celkovou výkonnost investice negativní nebo naopak pozitivní vliv.
- Na trhu existují měnově zajištěné investiční nástroje, ne vždy však musí automaticky krýt všechna s investicí spojená měnová rizika.
- Na trhu existují služby měnového zajištění, pomocí kterých lze za přijatelnou úplatu zajistit defaultní měnu investora proti nežádoucím měnovým pohybům. Existují však případy, kdy se investor částečnému měnovému riziku přesto nevyhne.
- Za nepříznivého pohybu měnových kurzů může primárně správně zvolená investice skončit s mnohem menším ziskem, ale i ztrátou. Naopak ztrátovou pozici mohou snížit, nebo dokonce posunout do kladných hodnot příznivé změny měnových kurzů.