

VLIV ZHODNOCENÍ KORUNY NA ČESKÝ PODNIKOVÝ SEKTOR

Filip NOVOTNÝ, Česká národní banka, Praha

1. Úvod

Česká republika zavedla plnou směnitelnost koruny v říjnu 1995 ve smyslu článku 8 Mezinárodního měnového fondu. Konvertibilita české měny byla pro transakce na běžném účtu platební bilance rozšířena pro všechny domácí i zahraniční subjekty a byly téměř plně liberalizovány transakce na finančním účtu platební bilance. Zájem zahraničních investorů o českou měnu podpořilo také přijetí České republiky do OECD. Další liberalizace kapitálových toků se projevila výrazněji na finančním účtu platební bilance ještě v letech 1999 a 2000, kdy došlo k značnému odlivu portfoliových investic z České republiky po umožnění nákupu zahraničních cenných papírů také nebankovním subjektům. Rozhodující podíl ve struktuře finančního účtu platební bilance začaly mít od roku 1998 přímé investice, neboť započatá privatizace zbývajících státních podílů v některých velkých bankách a podnicích vyvolala silný příliv zahraničního kapitálu. V průměru od roku 1998 do současnosti byly jedinou pozitivní složkou finančních toků platební bilance (příliv minus odliv) přímé investice. Ty v uvedeném období v průměru přispívaly jako jediná složka finančního účtu k přebytku celkové platební bilance a působily tedy na zhodnocování koruny.

Tabulka 1

Vývoj finančního účtu platební bilance ČR (v mld. Kč)

	1998	1999	2000	2001	2002: I-III	průměr
Přímé investice	116	216	191	183	231	197
Portfoliové investice	35	-48	-68	35	17	-6
Ostatní investice	-56	-61	27	-62	64	-18
Finanční účet celkem	94	107	148	153	309	171

Pramen: ČNB <http://www.cnb.cz>, vlastní výpočty.

*) Názory a stanoviska v tomto článku jsou názory autora a nemusí nutně odpovídat názorům ČNB.

Během prvních tří čtvrtletí roku 2002 činil čistý příliv přímých investic do ČR 231 mld. Kč, z toho na druhé čtvrtletí 2002 připadalo bezmála 164 mld. Kč zejména v podobě příjmů z privatizace společnosti Transgas a výkupu akcií České spořitelny od drobných investorů ve prospěch zahraničního vlastníka. S růstem podílu zahraničního kapitálu v českých podnicích by měla růst také důvěra zahraničních investorů v Českou republiku, jež by měla vést k dalšímu přílivu nejen „neprivatizačních“ přímých investic, ale také krátkodobého kapitálu. To se potvrdilo ve třetím čtvrtletí roku 2002, kdy celkový příliv přímých investic do ČR činil 49 mld. Kč s pouze zanedbatelným podílem privatizačních příjmů (viz ARAD, Vývoj platební bilance ve druhém a třetím čtvrtletí 2002).

Vnější zadlužení České republiky je ve srovnání s Maďarskem stále relativně nízké. V souvislosti s očekávaným vstupem České republiky do EÚ, snižováním informačních asymetrií mezi domácími a zahraničními investory a zlepšováním ostatních strukturálních a institucionálních charakteristik existuje prostor pro pokračování robustního přílivu zahraničních investic i po odeznění privatizace, jak uvádí např. J. Jonáš (2002).

Pokračující příliv přímých investic do celého regionu střední a východní Evropy podporují také současné změny ve světových finančních tocích. V roce 2001 se příliv přímých investic do vyspělých ekonomik oproti předchozímu roku snížil o 59 %, příliv do rozvojových ekonomik se snížil o 14 %, zatímco příliv do střední a východní Evropy byl stabilní. Objevují se také zprávy, že dochází k přesunu investic z Latinské Ameriky do střední a východní Evropy (viz UN, 2002).

Česká republika má od roku 1997 plovoucí kurz své měny, která vlivem výše uvedeného přílivu zahraničního kapitálu procházela od konce roku 2001 výrazným nominálním i reálným zhodnocováním.¹⁾ Zhodnocení koruny bylo v krátkém období tak výrazné,²⁾ že vyvolalo rozsáhlou diskusi o jejím dopadu na nabídkovou stranu české ekonomiky a o potenciálních rizicích budoucího vývoje měnového kurzu v souvislosti s možným ochabnutím exportní výkonnosti české ekonomiky s negativním dopadem na běžný účet platební bilance. Liberalizované kapitálové toky si totiž na jedné straně žádají spíše plovoucí měnový kurz, na druhé straně však jej často tlačí jak proti potřebám běžného účtu platební bilance, tak i proti cílům domácí měnové politiky (viz Janáčková, 2000).

Proti výraznému zhodnocování koruny zcela přirozeně vystoupili čeští exportéři, jejichž návrhy směřovaly až ke krajním opatřením, např. k zakonzervování měnového kurzu. V odborné ekonomické veřejnosti se diskuse orientovala spíše na určení dlouhodobě udržitelného tempa zhodnocování koruny.

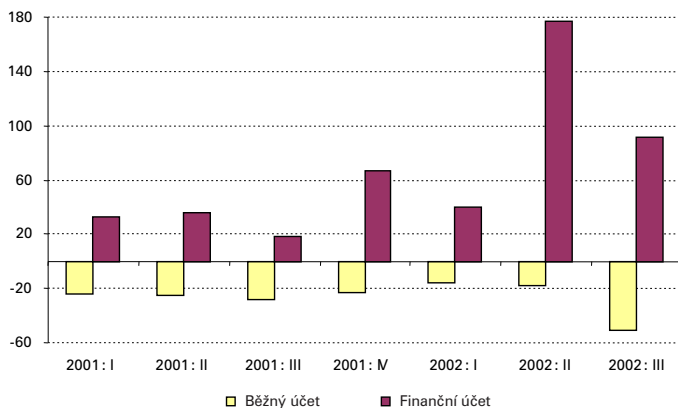
Na podcenění váhy rychlosti zhodnocení koruny upozorňuje např. O. Turek (2002), který argumentuje tím, že hluboce devalvovaný měnový kurz na začátku transformace ve skutečnosti konzervoval neduhy naší ekonomiky. Cenová přizpůsobení mikrosféry devalvovanému kurzu podle něj znamenala, že při exportu nebyli čeští výrobci v roli „price-takera“, jak to předpokládá neoklasická ekonomická teorie (a jak to předpokládal i náš transformační tým), ale v roli „price-maker“, kdy byla cena odvozena od nákladů českých výrobců. To by však také znamenalo, že záleží zejména na podnicích, aby se do vzájemných vyjednávání se zahraničními partnery snažily promítnout změněné kurzové podmínky.

1) Vlivem nízkého inflačního diferenciálu mezi ČR a zahraničím se nominální zhodnocení projeví současně v reálném zhodnocení koruny.

2) Proti výraznému zhodnocování koruny v roce 2002 ČNB masivně intervenovala na devizových trzích nákupem eura. Současně došlo po dohodě vlády a ČNB k zřízení zvláštního privatizačního účtu.

Obrázek 1

Čtvrtletní vývoj běžného a finančního účtu platební bilance ČR (v mld. Kč)



Pramen: ARAD, Statistika platební bilance (vlastní zpracování dat).

Tento příspěvek představuje jeden z možných pohledů na problém dopadu posilující koruny na české podniky (nabídkovou stranu ekonomiky) s využitím analýzy finančních ukazatelů některých průmyslových odvětví a průmyslu jako celku pomocí jednoduchého modelu pracujícího s podnikovým účetnictvím. Pomocí tohoto modelu byl simulován dopad zhodnocení koruny na výsledky hospodaření českých podniků. Simulované ukazatele přidané hodnoty a hospodářského výsledku před zdaněním byly dále porovnány se skutečnou meziroční změnou těchto ukazatelů za první tři čtvrtletí roku 2002. Toto srovnání bylo ale provedeno pouze orientačně, protože na skutečné hodnoty sledovaných ukazatelů působí kromě kurzových vlivů ještě další nespecifikované faktory a zejména hospodářský výsledek je velice volatilní. V závěru jsou uvedeny některé faktory, které stojí za odlišným dopadem zpřísněných měnových podmínek na různá odvětví.

2. Charakteristika modelu

Zvolený model pracuje s finanční strukturou české podnikové sféry, která odráží stav roku 2001. Na této struktuře je proveden výpočet základních ukazatelů podnikového hospodaření tak, jak by vypadaly po různě vysokém zhodnocení kurzu koruny. Mezi sledované ukazatele patří přidaná hodnota, provozní hospodářský výsledek před zdaněním, hospodářský výsledek před zdaněním upravený o vliv změny hodnoty otevřené devizové pozice podniku a rentabilita vlastního jmění (ROE).

Při výpočtu vycházím ze struktury základních účetních výkazů (výkazu zisků a ztrát a rozvahy) v agregované podobě za jednotlivá odvětví. Do modelu vstupují tyto ukazatele:

- tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní výroby a aktivace,
- výkonová spotřeba,
- odpisy nehmotného a hmotného investičního majetku,
- osobní náklady,
- vlastní jmění,
- krátká devizová pozice v domácí měně.

Za tyto ukazatele jsou dosazeny skutečně vykázané údaje za rok 2001 v těchto průmyslových odvětvích členěných podle klasifikace OKEČ:

- výroba dopravních prostředků (DM) členěná na výrobu dvoustopých motorových vozidel a přívěsů (34),
- textilní, oděvní a kožedělný průmysl (DB+DC) v členění na textilní průmysl (17) a oděvní průmysl a zpracování kožešin (18),
- kožedělný průmysl (DC),
- výroba elektrických a optických přístrojů (DL) členěná na výrobu kancelářských strojů a počítačů (30), výrobu elektrických strojů a přístrojů (31) a výrobu rádiových, televizních a spojových zařízení (32),
- výroba strojů a zařízení (DK),
- gumárenský průmysl a průmysl plastů (DH),
- dřevozpracující průmysl (DD),
- chemický a farmaceutický průmysl (DG),
- průmysl skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot (DI),
- výroba kovů a kovodělných výrobků (DJ),
- koksování a zpracování ropy (DF),
- potravinářský a tabákový průmysl (DA),
- dobývání nerostných surovin (C).

Dále je zkoumán dopad na celý zpracovatelský průmysl (D) a na průmysl celkem.

Pomocí daných ukazatelů dopočítáme postupně za jednotlivá odvětví **přidanou hodnotu** (od ukazatele tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní výroby a aktivace odečteme ukazatel výkonová spotřeba). V dalším kroku dopočítáme **hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním** (od přidané hodnoty odečteme navíc ještě odpisy nehmotného a hmotného investičního majetku a osobní náklady). Odečteme-li od hospodářského výsledku z provozní činnosti před zdaněním ještě výnos (náklad) z devizové pozice po změně kurzu dostaneme **hospodářský výsledek před zdaněním upravený o vliv změny hodnoty otevřené devizové pozice**. Tím je částečně zohledněn také hospodářský výsledek z finančních operací.

Vycházíme z toho, že v provozní části hospodaření podniku se změny kurzu promítají jednak v tržbách za zboží a služby, které podnik exportuje a dostává za ně úhrady v cizí měně, a jednak ve výkonové spotřebě, kterou podnik importuje a platí za ni v cizí měně. Oba tyto kanály působí protisměrně na výslednou přidanou hodnotu. U zbývajících nákladů (odpisy hmotného a nehmotného majetku a osobní náklady), s kterými model pracuje, se předpokládá, že nejsou změnou kurzu ovlivněny. Takto vypočítaný hospodářský výsledek před zdaněním v určitém odvětví by měl přibližně odpovídat hospodářskému výsledku z provozní činnosti před zdaněním.

Podniky dále drží určitý objem aktiv a pasiv v cizích měnách. Předpokládáme, že drží nezajištěnou otevřenou devizovou pozici a změny v této pozici vyvolané změnou kurzu promítneme jako zisk či ztrátu, o kterou dále upravíme již vypočtený hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním. Celý postup se dá shrnout do následujících rovnic:

$$PH = (T^*q_{ex} + T^*(1-q_{ex})) - (VS^*q_{im} + VS^*(1-q_{im})),$$

$$HV_{PR} = PH - (OD + ON),$$

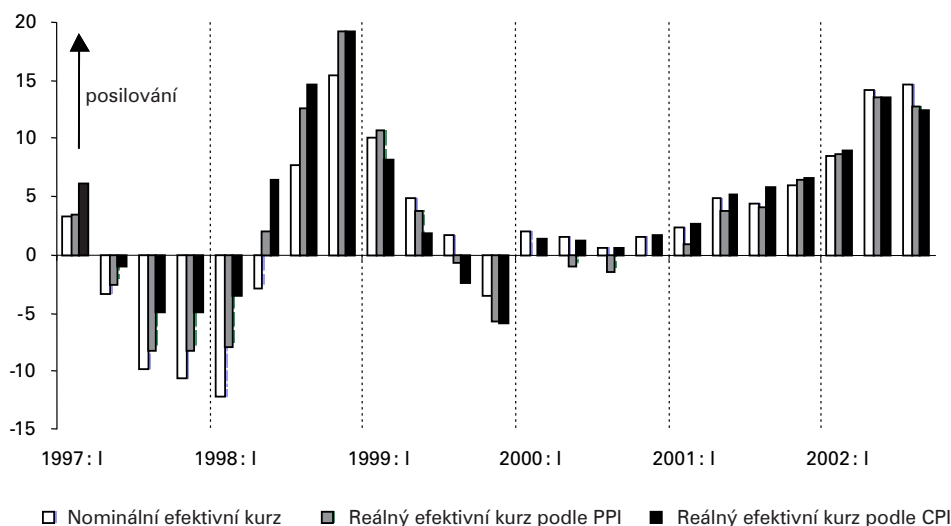
$$HV_C = HV_{PR} + z^*(UV_{CM} - VK_{CM}),$$

kde PH - přidaná hodnota, HV_{PR} - hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním, HV_C - hospodářský výsledek před zdaněním upravený o vliv změny hodnoty otevřené devizové pozice, T - tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní výroby a aktivace, VS - výkonová spotřeba, OD - odpisy nehmotného a hmotného investičního majetku, ON - osobní náklady, UV_{CM} - úvěry v cizí měně, VK_{CM} - vklady v cizí měně, q_{ex} - podíl přímého vývozu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, změně stavu zásob vlastní výroby a aktivaci, $T \cdot q_{ex}$ - tržby podléhající změnám v závislosti na změnách kurzu, q_{im} - podíl přímého dovozu na výkonové spotřebě, $VS \cdot q_{im}$ - výkonová spotřeba podléhající změnám v závislosti na změnách kurzu, z - změna nominálního efektivního kurzu.

Tento model je postupně aplikován na zvolená průmyslová odvětví v členění podle klasifikace OKEČ, zpracovatelský průmysl a průmysl celkem. Na podnikových datech vykázaných za rok 2001 (viz ČSÚ, Ekonomické výsledky nefinančních podniků, 2001, 2002) je spočítán modelový vliv 12% zhodnocení koruny na zvolené finanční ukazatele jednotlivých odvětví. Hodnota 12 % přibližně odpovídá meziročnímu nominálnímu i reálnému zhodnocení koruny v prvních třech čtvrtletích roku 2002 oproti prvním třem čtvrtletím předchozího roku (viz obrázek 2).

Obrázek 2

Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu Kč za jednotlivá čtvrtletí (meziroční



změny v %)

Pramen: ARAD, vlastní výpočty.

Výrazné nominální a současné reálné zhodnocování koruny se již může znatelně projevit v hospodaření českých exportních podniků a působit tak na strukturální změny v nabídkové straně české ekonomiky, protože různá odvětví mohou být zhodnocením koruny postižena s rozdílnou intenzitou a některá odvětví mohou na zhodnocení koruny dokonce profitovat.

Výsledek analýzy je pro větší přehlednost shrnut v tabulce 2. Zde jsou zachyceny změny finančních ukazatelů, ke kterým by podle modelu došlo po 12% zhodnocení koruny. Výsledné hodnoty ukazatelů slouží spíše k vyjádření rozdílného dopadu zhodnocení kurzu koruny na jednotlivá průmyslová odvětví daného jejich

rozdílnou strukturou a vztahem k zahraničnímu obchodu než na přesnou kvantifikaci kurzového vlivu do hospodaření podnikové sféry.

3. Modelový vliv zhodnocení koruny na českou podnikovou sféru

Za jednotlivá odvětví je celkem sledováno dvanáct ukazatelů (viz tabulka 2):

- podíl přímého vývozu na tržbách, změně stavu zásob a aktivací,
- podíl přímého dovozu na výkonové spotřebě,
- změna přidané hodnoty po zhodnocení koruny,
- změna provozního hospodářského výsledku před zdaněním po zhodnocení koruny,
- změna hospodářského výsledku před zdaněním upraveného o vliv změny hodnoty otevřené devizové pozice po zhodnocení koruny,
- podíl přímého vývozu na přímém dovozu,
- podíl odvětví na hrubé přidané hodnotě průmyslu celkem,
- rentabilita vlastního jmění před zhodnocením koruny,
- rentabilita vlastního jmění po zhodnocení koruny,
- podíl úvěrů v cizí měně na vkladech v cizí měně,
- podíl úvěrů v cizí měně na úvěrech celkem,
- podíl osobních nákladů na přidané hodnotě.

Jednotlivá odvětví jsou v tabulce seřazena podle vývozní náročnosti produkce. Zpracovatelský průmysl celkem podle údajů za rok 2001 vyvážel přibližně 50 % své produkce a dovážel přibližně 46 % své mezipotřeby. Zhodnocení koruny ve výši 12 %, které bylo simulováno na podnikových datech za rok 2001, způsobilo pokles přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu o 7 %, pokles provozního hospodářského výsledku o 31 % a pokles celkového hospodářského výsledku o 27 %.

Pokles celkového hospodářského výsledku je nižší díky vyššímu objemu úvěrů v cizí měně oproti vkladům v cizí měně. Drtivá většina podniků zpracovatelského průmyslu drží krátkou devizovou pozici (půjčuje si v zahraničí) a zhodnocování koruny tedy zvyšuje jejich zisky. Nejvyšší podíl úvěrů v cizí měně na úvěrech celkem dosahovalo odvětví zpracování ropy a koksování (cca 34 %) a naopak nejnižší podíl úvěrů v cizí měně na úvěrech celkem vykazovalo odvětví potravinářského a tabákového průmyslu (cca 5 %).

Zpracovatelský průmysl se podílel přibližně 30 % na HDP a v průmyslu celkem bylo vytvořeno přibližně 34 % HDP České republiky. Zhruba 52 % přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu připadalo na osobní náklady.

Mezi nejvíce vývozně náročná odvětví patří výroba dopravních prostředků (77 % vývozu na produkci), textilní, oděvní a kožedělný průmysl (68 % vývozu na produkci) a výroba elektrických a optických přístrojů (63 % vývozu na produkci). Tato odvětví se dohromady podílejí 31 % na přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu. Výroba dopravních prostředků současně představuje nejvýznamnější odvětví zpracovatelského průmyslu, které se podílí 15 % na tvorbě jeho hrubé přidané hodnoty. Simulované zhodnocení koruny vyvolá v tomto odvětví přibližně 13% pokles přidané hodnoty a 55% pokles provozního hospodářského výsledku.

Nejhůře se podle modelu projeví zhodnocení koruny ve dřevozpracujícím průmyslu, což je dáno jeho nejvyšším podílem přímého vývozu na přímém dovozu ze všech sledovaných odvětví (podíl vývozu na produkci činil 56 % a podíl dovážené mezipotřeby pouze 22 %). Přidaná hodnota v tomto odvětví poklesla po modelovém zhodnocení nejvíce (o 21 %). Provozní hospodářský výsledek poklesl o 146 %, avšak po započtení vlivu otevřené devizové pozice činí tento pokles „pou-

Tabulka 2

Výbrané modelové ukazatele některých odvětví českého průmyslu (v %)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
OKEČ	Modelový výv 12% zhodnocení koruny na podniková data za rok 2001	Podíl přímého vývozu na tržbách, změně, výkonové stavu zásob a aktivaci	Podíl přímého vývozu na dovozu na spotřebě	Změna přidané hodnoty po zhodnocení koruny	Změna provozního hospodářského výsledku po zhodnocení koruny	Změna HV upraveně- ho o vliv změn hodnoty otevřených pozice po zhodnocení koruny	Podíl přímého vývozu na přímém dovozu	Podíl odvětví na hrubé přidané hodnotě průmyslu celkem	Rentabilita vlastního jmění před zhodnoce- ním koruny	Rentabilita vlastního jmění po zhodnocení koruny	Podíl úvěrů v cizí měně na vkladech v cizí měně	Podíl úvěrů v cizí měně na všech celkem	Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě
DM	Výroba dopravních prostředků	76,61	67,91	-13,07	-54,96	-52,36	1,40	11,50	25,64	12,22	241,83	24,96	43,03
34	Výroba dvoust. motor. vozidel, přívěsů	79,40	66,72	-15,83	-66,18	-	1,46	10,07	20,17	6,82	-	-	40,66
DB+DC	Textilní, oděvní a kožedělný průmysl	68,43	63,69	-9,07	-35,24	-25,50	1,61	4,60	21,66	16,14	515,98	33,41	60,83
17	Textilní průmysl	66,19	64,89	-8,07	-44,26	-	1,44	3,25	11,44	6,38	-	-	61,71
18	Oděvní průmysl, zprac. kožešin	69,60	40,39	-14,45	-154,74	-	2,65	0,92	-11,22	-28,58	-	-	87,92
DC	Kožedělný průmysl	64,79	47,48	-11,50	-138,30	-	2,06	0,43	19,56	-7,49	-	-	82,81
DL	Výroba elektr. a optických přístrojů	62,95	74,70	-2,31	-15,24	-12,49	1,07	7,42	13,50	11,81	142,70	31,84	60,57
30	Výroba kancel. strojů a počítačů	97,17	98,19	-9,84	-38,98	-	1,07	0,15	289,44	176,62	-	-	56,74
31	Výroba elektr. strojů a přístrojů	64,64	59,06	-9,01	-30,99	-	1,57	4,74	27,30	18,84	-	-	54,04
32	Výroba radio., tel. a spoj. zařízení	55,78	93,23	30,62	48,32	-	0,67	1,21	-36,64	-18,93	-	-	96,35
DK	Výroba strojů a zařízení	58,57	32,59	-12,98	-110,15	-98,35	2,68	6,95	11,07	0,18	205,62	27,58	70,03
DH	Gumárenský a plastikařský průmysl	56,71	54,53	-7,33	-27,04	-22,34	1,40	3,50	17,90	13,90	229,84	31,44	50,08
DD	Dřevozpracující průmysl	56,06	21,83	-21,08	-145,85	-101,51	3,27	1,03	10,66	-0,16	236,02	23,97	58,36
DG	Chemický a farmaceutický průmysl	48,85	28,05	-13,06	-42,06	-39,17	2,31	5,97	12,80	7,79	165,47	26,60	37,62
DI	Průmysl skla, ker., porcel. a stav. hmot	42,61	29,19	-7,50	-22,83	-19,78	2,36	6,89	16,90	13,56	314,13	25,68	43,16
DJ	Výroba kovů a kovářských výrobků	37,36	28,81	-7,40	-38,66	-34,98	1,72	10,62	16,32	10,61	183,41	18,84	61,01
DF	Koksování, zpracování ropy	17,20	81,30	115,34	498,50	522,29	0,22	1,08	3,65	22,72	724,61	33,99	35,77
DA	Potravinářský a tabákový průmysl	12,71	17,49	0,66	2,34	2,70	0,92	9,35	16,21	16,95	127,28	4,85	43,27
C	Dobývání nerostných surovin	10,05	7,32	-1,47	-8,45	-9,39	2,81	6,63	6,07	5,50	83,46	21,38	55,53
D	Zpracovatelský průmysl	49,63	46,25	-7,03	-30,79	-26,67	1,41	75,92	15,66	11,48	217,66	22,84	52,16
	Průmysl celkem	41,62	39,48	-5,58	-21,95	-18,66	1,41	100,00	12,82	10,43	216,45	21,89	48,29

Pramen: Vlastní modelové výpočty s využitím dat ČSÚ (Ekonomické výsledky nefinančních podniků) a dat ČNB (ARAD).

ze" 102 %. Výrazněji dopadá modelové zhodnocení koruny ještě na průmysl oděvní a zpracování kožešin (pokles provozního hospodářského výsledku o 155 %), na kožedělný průmysl (pokles provozního hospodářského výsledku o 138 %) a na výrobu strojů a zařízení (pokles provozního hospodářského výsledku o 110 %).

Nejvíce poklesl provozní hospodářský výsledek v průmyslu oděvním a zpracování kožešin a to i přes nižší pokles přidané hodnoty ve srovnání s dřevozpracujícím průmyslem. To je dáno vyšší vahou nákladů nepodléhajících změnám vlivem pohybu kurzu (osobní náklady) na přidané hodnotě v oděvním průmyslu.

Modelové zhodnocení koruny ve výši 12 % vyvolá přibližně stejný pokles přidané hodnoty (cca o 13 %) v odvětví výroby dopravních prostředků a odvětví výroby strojů a zařízení, avšak s odlišným dopadem ve změně provozního hospodářského výsledku. V odvětví výroby strojů a zařízení poklesne v porovnání s výrobou dopravních prostředků provozní hospodářský výsledek dvojnásobně, což lze do určité míry vysvětlit 1,6 násobně vyšším podílem osobních nákladů na přidané hodnotě v odvětví výroby strojů a zařízení oproti odvětví výroby dopravních prostředků. **Pracovní náročnost výroby tedy hraje významnou roli v konečném dopadu zhodnocení koruny do hospodářského výsledku podniku.**

Mezi nejvíce pracovní náročná odvětví zpracovatelského průmyslu patří tradičně průmysl oděvní a zpracování kožešin (88 % osobních nákladů na přidané hodnotě), kožedělný průmysl (83 % osobních nákladů na přidané hodnotě), ale také výroba radiových, televizních a spojových zařízení (96 % osobních nákladů na přidané hodnotě). V odvětví elektrotechnického průmyslu však většinou jde pouze o konečnou montáž hotových dovážených dílů.

Podíváme-li se na dovozní náročnost výroby, tak jednoznačně dominuje průmysl zpracování ropy a kování (81 % dovozu na výkonové spotřebě), což přirozeně vyplývá z nutnosti dovozu klíčových produkčních vstupů do tohoto odvětví. Charakteristický pro toto odvětví je nízký podíl vývozu (17 %), neboť drtivá většina jeho produkce je určena pro domácí trh. Tato charakteristika a nízká pracovní náročnost výroby umožňuje tomuto odvětví výrazně profitovat na silném kurzu koruny. Podle našich výpočtů se přidaná hodnota v tomto odvětví zvýší vlivem 12% zhodnocení koruny o 115 % a provozní hospodářský výsledek se zvýší přibližně 5 krát a po započtení otevřené devizové pozice dokonce přibližně 5,2 násobně. Teoreticky zde tedy existuje velký prostor pro snižování cen ropných produktů, který se ovšem díky strnulosti cen směrem dolů projeví pouze nepatrně. Naopak jakékoli zvýšení cen vstupů nebo znehodnocení kurzu koruny se okamžitě projeví v růstu cen produktů tohoto odvětví.

Dovozní náročnosti výroby ve výši 75 % dosahuje ještě odvětví výroby elektrických a optických přístrojů a v jeho rámci pak výroba kancelářských strojů a počítačů (98 % dovozní náročnost) a výroba radiových, televizních a spojovacích zařízení (93 % dovozní náročnost). Tyto výroby jsou charakteristické vyšším podílem přímého dovozu na výkonové spotřebě v porovnání s podílem vývozu na celkové produkci, což je dáno charakterem výrobního procesu, který využívá relativně levnou pracovní sílu ke konečné montáži dovážených komponent. Zvláště výrazný reexportní charakter má odvětví výroby kancelářských strojů a počítačů, kde objem přímého vývozu je jen nepatrně vyšší než objem přímého dovozu. Vlivem 12% modelového zhodnocení koruny zde došlo k poklesu přidané hodnoty o 10 % a provozního hospodářského výsledku o 39 %. Odvětvím, ve kterém dovozní náročnost výroby výrazně převyšuje vývozní náročnost produkce, je výroba radiových, televizních a spojových zařízení. Toto odvětví profituje na 12% modelovém zhodnocení koruny přibližně 31 % zvýšením přidané hodnoty a 48 % zvýšením provozního hospodářského výsledku.

Neutrálně působí modelové zhodnocení koruny na třetí nejvýznamnější odvětví zpracovatelského průmyslu - na potravinářský a tabákový průmysl. Z pohledu zahraničního obchodu však jde o nevýznamné odvětví a jeho produkce je určena zejména pro domácí trh.

Souhrnně lze říci, že mezi nejvíce modelovým zhodnocením koruny postižená odvětví patří průmysl oděvní a zpracování kožešin, kožedělný průmysl, dřevozpracující průmysl a výroba strojů a zařízení. Obecně jde o pracovní náročné výrobky s více než dvojnásobným podílem přímého exportu na přímém importu. Tato odvětví se podílejí zhruba 12 % na celkové hrubé přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu.

V průmyslu zpracování ropy a koksování způsobuje modelové zhodnocení koruny výrazné zlepšení hospodářských výsledků. Skutečnost však vypadá zcela odlišně a toto odvětví dosahuje nejhorších hospodářských výsledků. Je zde tedy zapotřebí hledat příčiny tohoto stavu jinde než ve změnách měnových podmínkách. Ke zlepšení dochází ještě v odvětví výroby radiových, televizních a spojových zařízení, protože jde o odvětví s vysokou dovozní náročností výroby (93 %), jehož produkce se z přibližně 44 % uplatňuje na domácím trhu.

Potravinářský a tabákový průmysl je vůči zhodnocování koruny neutrální a v ostatních odvětvích s výjimkou odvětví výroby dopravních prostředků a v jeho rámci také odvětví výroby dvoustopých motorových vozidel a přívěsů dochází podle modelu ke zhoršení provozního hospodářského výsledku vlivem 12% zhodnocení koruny maximálně o 42 %.

4. Modelový dopad zhodnocení koruny na přidanou hodnotu a hospodářský výsledek a skutečné změny těchto ukazatelů

Cílem je porovnat modelové hodnoty sledovaných ukazatelů po zhodnocení koruny se skutečnými meziročními změnami přidané hodnoty, hospodářského výsledku před zdaněním a čistého provozního přebytku.³⁾ Toto srovnání je pouze orientační, nicméně v některých případech dává zajímavé výsledky a umožní jednotlivá odvětví rozdělit do několika skupin v závislosti na jejich schopnosti odolávat změnám kurzovým podmínkám.

Obecně se dá říci, že čím významnější odvětví,⁴⁾ tím menších výkyvů historických dat dosahuje (jde o širší statistický vzorek). Nestabilnější je také ukazatel hospodářského výsledku v porovnání s přidanou hodnotou.⁵⁾

Průmysl celkem a v jeho rámci **zpracovatelský průmysl** dosáhl mírně lepších skutečných hodnot přidané hodnoty (meziroční změna za I.-III. čtvrtletí 2002) než ukazuje model. Lépe ve srovnání modelu se skutečností dopadl také hospodářský výsledek, který může management podniku snadněji ovlivňovat v porovnání s přidanou hodnotou. O něco hůře však dopadla meziroční změna čistého provozního přebytku, tedy hospodářský výsledek z vlastní činnosti podniku. Rozdíl mezi ukazatelem 5 a 6 (viz tabulka 3) naznačuje, že podniky pravděpodobně vyrovnávají vyšší pokles čistého provozního přebytku lepšími výsledky v ostatních činnostech (finanční a mimořádné výnosy). Mírně lepší skutečné výsledky průmyslu cel-

3) Změna sledovaných ukazatelů za první tři čtvrtletí roku 2002 ke stejnému období předchozího roku.

4) Měřeno např. počtem zastoupených ekonomických jednotek a jejich podílem na celkové přidané hodnotě průmyslu.

5) Navíc hospodářské výsledky v průběhu roku nemusí plně odpovídat skutečně vykázanému výsledku na konci ročního účetního období. Mnohé podniky uvádějí pouze odhady, které na konci roku teprve zpřesňují. Domnívám se také, že některé nákladové položky vzniklé během účetního období mohou být vykázané až na konci roku, tedy ve IV. čtvrtletí.

Tabulka 3

Srovnání modelových a skutečných výsledků (v %)

	Ukazatel	1	2	3	4	5	6
OKEČ	Srovnání modelového vlivu zhodnocení koruny se skutečnými hospodářskými výsledky za I. až III. čtvrtletí roku 2002	Modelová změna přidané hodnoty po 12% zhodnocení koruny	Skutečná meziroční změna přidané hodnoty 2002: I-III ku 2001: I-III	Modelová změna provozního HV před zdaněním po 12% zhodnocení koruny	Modelová změna HV před zdaněním upraveného o vliv změny hodnoty otevřené devizové pozice po 12% zhodnocení koruny	Skutečná meziroční změna čistého provozního přebytku 2002: I-III ku 2001: I-III	Skutečná meziroční změna hospodářského výsledku před zdaněním 2001: I-III ku 2001: I-III
DM	Výroba dopravních prostředků	-13,07	1,17	-54,96	-52,36	-11,26	27,16
34	Výroba dvoust. motor. vozidel, přívěsů	-15,83	5,22	-66,18	-	-1,67	13,20
DB+DC	Textilní, oděvní a kožedělný průmysl	-9,07	-9,12	-35,24	-25,50	-43,60	-25,57
17	Textilní průmysl	-8,07	-8,21	-44,26	-	-42,68	-26,61
18	Oděvní průmysl, zprac. kožešin	-14,45	-5,27	-154,74	-	10,96	13500,00
DC	Kožedělný průmysl	-11,50	-23,66	-138,30	-	-166,96	-350,00
DL	Výroba elektr. a optických přístrojů	-2,31	-19,71	-15,24	-12,49	-109,52	-111,78
30	Výroba kancel. strojů a počítačů	-9,84	43,91	-38,98	-	127,91	-82,93
31	Výroba elektr. strojů a přístrojů	-9,01	-14,45	-30,99	-	-59,80	-12,71
32	Výroba radio., tel. a spoj. zařízení	30,62	-73,19	48,32	-	-203,82	-154,19
DK	Výroba strojů a zařízení	-12,98	-6,93	-110,15	-98,35	-42,20	-4,96
DH	Gumárenský a plastikařský průmysl	-7,33	26,73	-27,04	-22,34	43,28	40,80
DD	Dřevozpracující průmysl	-21,08	11,49	-145,85	-101,51	5,94	46,26
DG	Chemický a farmaceutický průmysl	-13,06	-7,71	-42,06	-39,17	-18,63	-18,84
DI	Prům. skla, ker., porcel. a stav. hmot	-7,50	-3,90	-22,83	-19,78	-14,74	-18,35
DJ	Výroba kovů a kovodělných výrobků	-7,40	-9,36	-38,66	-34,98	-40,95	81,22
DF	Koksování, zpracování ropy	115,34	-65,85	498,50	522,29	-182,45	-234,01
DA	Potravinářský a tabákový průmysl	0,66	4,09	2,34	2,70	3,37	-2,94
C	Dobývání nerostných surovin	-1,47	-11,67	-8,45	-9,39	-46,31	-23,25
D	Zpracovatelský průmysl	-7,03	-4,57	-30,79	-26,67	-24,02	-4,47
	Průmysl celkem	-5,58	-4,05	-21,95	-18,66	-20,88	-2,23

Pramen: Vlastní modelové výpočty a porovnání se skutečností s využitím dat ČSÚ (Ekonomické výsledky nefinančních podniků) a dat ČNB (ARAD).

kem a zpracovatelského průmyslu v porovnání s modelem odpovídají také podrobnějším výsledkům za jednotlivá odvětví. Z dvanácti souhrnných odvětví (bereme pouze hrubší členění odvětví podle klasifikace OKEČ) dopadlo v porovnání s modelem pět lépe, čtyři odvětví přibližně stejně a pouze tři odvětví dopadla hůře.

Předpokládáme, že lépe ve skutečnosti dopadají ta odvětví, která se dokáží rychleji adaptovat na změněné kurzové podmínky a přizpůsobovat jim svou finanční strukturu a obchodní vztahy. V našem případě jsou to tato odvětví (**29 % přidané hodnoty průmyslu celkem**): výroba dopravních prostředků, výroba strojů a zařízení, gumárenský a plastikařský průmysl, dřevozpracující průmysl a chemický a farmaceutický průmysl.

Přibližně stejných skutečných hodnot jako modelových dosahují odvětví, která se hůře vyrovnávají s novými měnovými podmínkami. Změna jejich finanční a obchodní struktury je obtížnější a trvá déle a zhodnocení koruny se výrazně promítá v jejich hospodaření. V našem případě se takto chovají tato odvětví (**22 % přidané hodnoty průmyslu celkem**): textilní, oděvní a kožedělný průmysl, průmysl skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot a výroba kovů a kovodělných výrobků.

Na potravinářský a tabákový průmysl (**9 % přidané hodnoty průmyslu celkem**) působí podle našeho modelu zhodnocení koruny mírně pozitivně a skutečně dosažená meziroční změna přidané hodnoty dopadla ještě lépe než modelová. O něco hůře dopadl hospodářský výsledek za první tři čtvrtletí roku 2002 v porovnání s hospodářským výsledkem roku 2001.

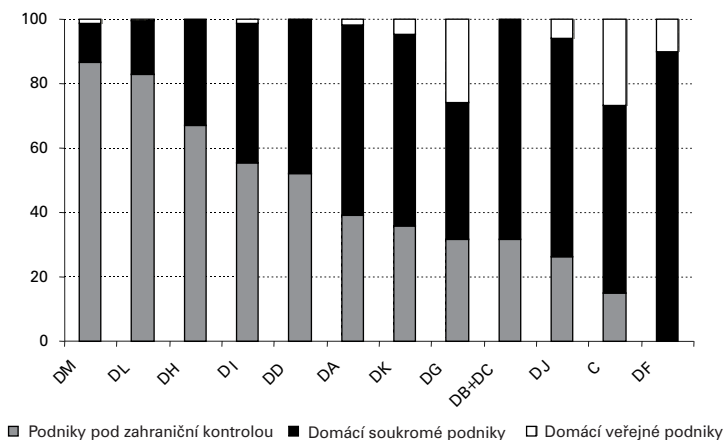
Hůře než model dopadla za první tři čtvrtletí roku 2002 tato odvětví (**15 % přidané hodnoty průmyslu celkem**): výroba elektrických a optických přístrojů, dobývání nerostných surovin a zejména pak koksování a zpracování ropy. Na poslední jmenované odvětví musí působit ještě další „neměnové“ negativní faktory. Přestože podle modelu by mělo toto odvětví na zhodnocování koruny výrazně profitovat, dosahuje dlouhodobě velmi špatných skutečných hospodářských výsledků.

Nejlépe se se zpřísněnými měnovými podmínkami v jednotlivých čtvrtletích roku 2002 vyrovnala **výroba dopravních prostředků** jako nejdůležitější odvětví zpracovatelského průmyslu (přibližně 15 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu). Meziročně dosáhla lepších výsledků ukazatele přidané hodnoty i ukazatele hospodářského výsledku. Jde o odvětví produkující sofistikované výrobky, z 86 % je vlastněno zahraničními investory, kteří mají silnější pozici při cenovém vyjednávání a zřejmě dokáží prosadit růst ceny svého zboží v zahraniční měně nebo jinak přizpůsobit svou finanční strukturu.

Výrazně lepších skutečných meziročních hodnot přidané hodnoty a hospodářského výsledku dosáhl také **gumárenský a plastikařský průmysl** (přibližně 5 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu) a **dřevozpracující průmysl** (přibližně 1 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu). Také zde byla více než polovina tržeb vyprodukována podniky pod zahraniční kontrolou (viz obrázek 3).

Obrázek 3

Podíl podniků s různou vlastnickou strukturou na celkových tržbách v jednotlivých odvětvích (průměr za 2001:IV až 2002:III, v %)



Pramen: ČSÚ: Ekonomické výsledky nefinančních podniků, 2001, 2002, vlastní výpočty.

K menšímu meziročnímu zhoršení skutečně dosažených hodnot finančních ukazatelů ve srovnání s modelem došlo v **odvětví výroby strojů a zařízení** (přibližně 9 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu) a v **chemickém a farmaceutickém průmyslu** (přibližně 8 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu). Tato odvětví patří do rizikové skupiny, jejíž výsledky se velice blíží modelu. Navíc vyjednávací pozice firem v těchto odvětvích může být na zahraničních trzích nižší v důsledku pouze přibližně 30% podílu zahraničních subjektů na celkových tržbách v těchto odvětvích.

K přibližně stejnému modelovému i skutečnému zhoršení zvolených finančních ukazatelů došlo v **textilním, oděvním a kožedělném průmyslu** (přibližně 6 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu), v **průmyslu skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot** (přibližně 9 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu) a v **odvětví výroby kovů a kovodělných výrobků** (přibližně 14 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu). Pohyby kurzu koruny výrazně ovlivňují hospodaření podniků v těchto odvětvích.

Finanční výsledky se ve skutečnosti zhoršily v porovnání s modelovými hodnotami více v odvětví **dobývání nerostných surovin**. Toto primární odvětví výroby se podílí přibližně 7 % na celkové přidané hodnotě průmyslu. Na toto odvětví pravděpodobně kromě kurzových vlivů, které zachycuje model, působí ještě další negativní faktory, jejichž bližší specifikace vyžaduje hlubší analýzu.

Stabilně velice špatných hospodářských výsledků dosahuje **odvětví koksování a zpracování ropy** (přibližně 1 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu), zatímco podle modelu by toto odvětví mělo na zhodnocení koruny profitovat a to nejvýrazněji ze všech odvětví. Domnívám se, že na těchto výsledcích se výrazně podílí vlastnická struktura a nemusí zde být efektivně vykonávána vlastnická kontrola.⁶⁾

Schopnost podniků odolávat změnám měnovým podmínkám charakterizuje např. O. Turek takto: „Osobně bych jako aktuálně pro hospodářskou politiku nejnaléhavější úkol pokládal zdokonalování institucionální struktury. Zde se otevírá šance povýšení kvality chování firem na úroveň blíže současnému světovému standardu. Jde o utváření prostředí, ve kterém firmy operují. Dokonalejší instituce jim mohou přinést více jistot, spravedlnosti, ocenění férového chování, ochrany před morálním hazardem druhých, tím vším i více prostoru i podnětů pro orientaci na vlastní prosperitu, souměřitelnost se světem. Ale hlavně je zde klíčová instituce struktury ovládání firem, tedy racionální uspořádání vztahů v trojúhelníku vlastník – management – zaměstnanci. Z naší privatizace se vynořil vlastník v natolik vágní podobě, že absentovala (a do značné míry dosud absentuje) jeho vůle orientovat management na růst zisku podnikového jmění...“(2002, s. 528).

Uvedené rozdílné reakce skutečných a modelových hospodářských výsledků na zhodnocení koruny v jednotlivých průmyslových odvětvích lze poměrně snadno vysvětlit rozdílnou vlastnickou strukturou v jednotlivých odvětvích (viz obrázek 3). Lépe zhodnocení koruny odolávají odvětví s vyšším podílem zahraničních vlastníků. V jediném odvětví, kde tento přístup selhává, je **odvětví elektrických a optických přístrojů**.⁷⁾

Ještě za první čtvrtletí roku 2002 dosáhlo odvětví elektrických a optických přístrojů relativně dobrých skutečných hospodářských výsledků. Ke zhoršení došlo zejména ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2002, takže v meziročním srovnání za

6) Odvětví koksování a zpracování ropy vlastní pouze domácí soukromé subjekty a stát.

7) Přibližně 10 % přidané hodnoty zpracovatelského průmyslu. Podniky pod zahraniční kontrolou tvoří cca 83 % tržeb tohoto odvětví.

všechna tři čtvrtletí vykazují skutečné hodnoty větší zhoršení ve srovnání s modelem. Z podrobnější analýzy vyplývá, že se výrazně ve srovnání s modelem propadla výroba radiových, televizních a spojových zařízení. Předpokládám, že výroba v těchto odvětvích nabývá z velké části formu finální montáže dovážených dílů. Klíčové náklady tedy tvoří osobní náklady a jejich relativní růst společně se snadným přesunem této formy výroby do jiné země se může do budoucna stát faktorem tlumícím rozvoj tohoto odvětví v České republice.⁸⁾

5. Závěr

Během prvních tří čtvrtletí roku 2002 došlo vlivem rekordního přílivu zahraničního kapitálu do České republiky k výraznému nominálnímu i reálnému zhodnocení české měny. Vliv tohoto přibližně 12% zhodnocení koruny na základní hospodářské ukazatele nefinančních podniků byl zkoumán na třinácti odvětvích a šesti pododvětvích zpracovatelského průmyslu. Přibližně polovina odvětví zpracovatelského průmyslu vyváží více jak polovinu své celkové produkce. Současně jsou však významní exportéři ve velké míře závislí na dovozu své mezispotřeby, což snižuje negativní dopad zhodnocení koruny na jejich hospodaření.⁹⁾ Dalším faktorem zahrnutým v modelu, který mírně vylepšuje finanční situaci podniků po zhodnocení koruny, je vliv úvěrů, jež podniky čerpají v cizí měně.

Výrazné zhodnocení koruny během roku 2002 se negativně projevilo v hospodářských výsledcích českého zpracovatelského průmyslu, avšak v průměru dokázal zpracovatelský průmysl tento negativní faktor tlumit, což naznačuje srovnání modelových a skutečných hodnot sledovaných ukazatelů.

Zhodnocení koruny se v hospodaření jednotlivých odvětví projevilo s odlišnou intenzitou. Mezi odvětví, kterým nečinilo zhodnocení koruny potíže, patřila zejména výroba dopravních prostředků, gumárenský a plastikářský průmysl a dřevozpracující průmysl. Lépe se se zhodnocením vyrovnaly také chemický a farmaceutický průmysl a výroba strojů a zařízení. Větší potíže měl textilní, oděvní a kožedělný průmysl, průmysl skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot a výroba kovů a kovodělných výrobků. Zejména ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2002 se oproti prvnímu čtvrtletí tohoto roku výrazně zhoršily hospodářské ukazatele v odvětví výroby elektrických a optických přístrojů a v rámci tohoto odvětví především výsledky ve výrobě radiových, televizních a spojových zařízení. Pokles v tomto pracovně náročném odvětví může souviset s relativním růstem ceny práce v České republice a přesunem snadno přemístitelných pracovně náročných výrob do jiných zemí. Větší zhoršení hospodářských ukazatelů, než které by mohlo způsobit pouze samotné výrazné zhodnocení koruny, nastalo v odvětví koksování a zpracování ropy a v odvětví dobývání nerostných surovin. Jde o odvětví, která jsou charakteristická nulovým nebo zanedbatelným podílem zahraničních vlastníků.

Provedená analýza vlastnické struktury v jednotlivých odvětvích naznačuje, že rozdílné výsledky v jednotlivých odvětvích jsou z velké míry vysvětlitelné právě rozdílnou vlastnickou strukturou. Dalším faktorem, který hraje významnou roli v konečném dopadu zhodnocení koruny do hospodářského výsledku podniků, je

8) V průměru od roku 2000 do III. čtvrtletí 2002 tvořily osobní náklady na přidané hodnotě v odvětví elektrických a optických přístrojů cca 66 %, v odvětví výroby kancelářských strojů a počítačů cca 81 %, v odvětví výroby elektrických strojů a přístrojů cca 58 % a v odvětví výroby radiových, televizních a spojových zařízení cca 99 %.

9) Celkově je Česká republika, měřeno podílem zahraničního obchodu na HDP, výrazně otevřenou ekonomikou. Podíl součtu vývozu a dovozu na HDP činil v roce 2001 cca 124 % a samotný podíl vývozu na HDP činil cca 59 %.

pracovní náročnost výroby. Stejný pokles přidané hodnoty ve dvou různě pracovní náročných odvětvích se projeví ve větším poklesu hospodářského výsledku v odvětví s vyšší pracovní náročností.

Literatura

ARAD (Časové agregované řady). Praha, Česká národní banka (<http://www.cnb.cz>).

Boyd, D., Caporale, G. M., Smith, R.: Real Exchange Rate Effects on the Balance of Trade: Co-integration and the Marshal-Lerner Condition. *International Journal of Finance and Economics*, 2001, č. 6, s. 187-200.

Cincibuch, M., Vávra, D.: Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz? *Finance a úvěr*, 2000, č. 6, s. 365-384.

ČSÚ: Ekonomické výsledky nefinančních podniků (čtvrtletní periodicitu). Praha, Český statistický úřad 2001, 2002.

Flek, V., Hájek, M., Hurník, J., Prokop, L., Racková, L.: Výkonnost a struktura nabídkové strany. *Politická ekonomie*, 2001, č. 6, s. 771-796.

Flek, V. a kol.: Výkonnost a struktura nabídkové strany (díl I. a II.). Praha, ČNB 2001 (Výzkumná práce č. 27).

Frait, J., Komárek, L.: Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty. Praha, ČNB 1999 (Výzkumná práce č. 9).

Ito, T., Isard, P., Symansky, S., Bayoumi, T.: Exchange Rate Movements and Their Impact on Trade and Investment in the APEC Region. Washington DC, IMF December 1996.

Jonáš, J.: EMU Accession: Convergence, Capital Flows and Policy Issues. Praha, ČNB 2001-2002 (Program ekonomického výzkumu).

Jarolím, M.: Zahraniční investice a produktivita firem. *Finance a úvěr*, 2000, č. 9, s. 478-487.

Janáčková, S.: Chiméra autonomní měnové politiky v malé otevřené ekonomice. *Politická ekonomie*, 2000, č. 6, s. 765-780.

Komentáře k vývoji platební bilance v jednotlivých čtvrtletích. Praha, Česká národní banka (<http://www.cnb.cz>).

Sweeney, R., Wihlborg, C., Willett, T.: *Exchange-rate Policies for Emerging Market Economies*. Boulder, Colorado, Westview Press 1999.

Turek, O.: Jsou obavy z apreciacie koruny opodstatněné? *Politická ekonomie*, 2002, č. 4, s. 520-534.

UN: World Investment Report 2002, Transnational Corporations and Export Competitiveness. New York, United Nations 2002.

EFFECT OF CZECH CROWN APPRECIATION ON CZECH CORPORATE SECTOR

Filip NOVOTNÝ, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 115 03 Prague 1
(e-mail: filip.novotny@cnb.cz).

Abstract:

The Czech economy was characterized by a high nominal and real appreciation which was caused by great foreign direct investment inflow in 2002. The paper analyzes the effect of the Czech currency appreciation on industrial branches and the industry as a whole using a simple model based on a corporate accounting. The outcome of the model is then compared with actual y-o-y data of non-financial corporations in 2002. There is significant difference between industrial branches in sensitivity to appreciation. Foreign owned branches are able to limit the negative impact of appreciation, whereas the worst situation is in branches owed only by residents and public. The property structure and in addition the labor intensity of production have had a great effect on corporate finance after the rapid crown appreciation.

Keywords: currency appreciation, investment inflow, corporate accounting, value added, profit before tax, property structure

JEL Classification: F47, G32, L16