

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra měnové teorie a politiky

Studijní obor: Finance



**Teorie holandské nemoci a její aplikace na země
s vlastní měnovou politikou a členy měnové unie**

Autor diplomové práce:

Bc. Vojtěch Fiala

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Ondřej Šíma

Rok obhajoby:

2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma "Teorie holandské nemoci a její aplikace na země s vlastní měnovou politikou a členy měnové unie" jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne 20. prosince 2016

.....

Bc. Vojtěch Fiala

Poděkování

Rád bych tímto vyjádřil své díky panu Ing. Ondřeji Šímovi, vedoucímu své diplomové práce, za jeho výjimečnou ochotu a čas věnovaný cenným radám, jež se významně podílely na směřování a zpracování této práce.

Anotace

Tato diplomová práce má za cíl podat komplexní obrázek o fenoménu tzv. holandské nemoci, jejíž projevy sílily u řady zemí v průběhu druhé poloviny 20. století, a to zejména ve spojitosti s těžbou nerostných surovin. První část práce se věnuje podrobné deskripci tradiční ekonomické teorie a jejím pozdějším nadstavbám. Ve druhé části je pak holandská nemoc aplikována na členské země Evropské měnové unie a upozorňuje na problematiku asymetrických šoků, kterými mohou být mimo jiné objevení nalezišť nerostných zdrojů. Třetí část práce se pak pokouší nazírat na evropskou krizi platebních bilancí optikou teorie holandské nemoci a upozornit na řadu společných projevů.

Klíčové pojmy

holandská nemoc, prokletí přírodních zdrojů, těžební boom, monetární unie, měnový kurz, fiskální politika, kapitálové toky, deindustrializace, inflace, export

Annotation

This diploma thesis aims to give a comprehensive picture of a phenomenon called The Dutch Disease whose symptoms had been increasing in many countries during the second half of the 20th century, especially in connection with mining. The first part deals with the detailed description of traditional economic theory and its later upgrades. In the second part, the Dutch Disease theory is applied to the member countries of the European Monetary Union and highlights the problems of asymmetric shocks, which may include among others the discovery of mineral resources. The third part then attempts to look at the recent European balance of payments crisis through the eyes of the Dutch Disease theory and to highlight a number of common symptoms.

Key terms

Dutch disease, natural resource curse, resource boom, monetary union, exchange rate, fiscal policy, capital flows, deindustrialization, inflation, export

JEL Classification

E21, E24, E31, E40, E50, E62, F15, F40, H6, L60

Obsah

Úvod.....	7
1 Úvod do prokletí přírodních zdrojů.....	9
2 Příčiny prokletí přírodních zdrojů	12
2.1 Dlouhodobé trendy v cenách komodit	13
2.2 Specializace na vývoz komodit	14
2.3 Institucionální rámec.....	14
2.4 Procykličnost finančních toků a fiskální politiky	15
2.5 Nadměrné investice do fyzického kapitálu	16
2.6 Nedostatečné investice do lidského kapitálu.....	17
3 Holandská nemoc v klasickém pojetí.....	18
3.1 Rybczynského teorém.....	18
3.2 Úvod do holandské nemoci	19
3.3 Reálný měnový kurz	20
3.4 Základní teorie holandské nemoci	21
3.5 Rozšíření teorie.....	24
3.6 Je holandská nemoc skutečně nemoc?	28
3.7 Management zvýšených příjmů.....	29
3.8 Příklady výskytu holandské nemoci	33
3.8.1 Saúdská Arábie	34
3.8.2 Nigérie.....	35
3.8.3 Mexiko a Indonésie.....	37
3.8.4 Chile	39
3.8.5 Norsko	41
3.8.6 Austrálie	44
4 Holandská nemoc v měnové unii v klasickém pojetí - případová studie Kypru	47
4.1 Charakteristika Kypru a jeho ekonomiky	47

4.2	Kypr jako energetický exportér	49
4.3	Měnová politika v eurozóně a asymetrické šoky.....	51
5	Holandská nemoc v měnové unii v kontextu mezinárodního pohybu kapitálu	57
5.1	Přiliv kapitálu	58
5.2	Vývoj exportu.....	64
5.3	Období po roce 2008.....	64
	Závěr	67
	Zdroje	69
	Seznam grafů	76
	Seznam tabulek.....	76
	Přílohy	A
	Příloha 1: Státy bohaté na přírodní zdroje	A
	Příloha 2: Korelace mezi cyklickými komponenty reálných vládních výdajů a reálného HDP (1960-2014)	C
	Příloha 3: Index cen nemovitostí pro vybrané země.....	D
	Příloha 4: Náklady na jednotku práce ve vybraných zemích	D
	Příloha 5: Index reálného efektivního kurzu	F

Úvod

Dvacáté století je obdobím dynamického rozvoje společnosti, s nímž přišla i řada socio-ekonomických fenoménů, které se staly terčem pozornosti teoretiků po celém světě. Jedním z nich je i tzv. prokletí přírodních zdrojů. Tímto pojmem byla označena situace, kdy byl u zemí disponujících nerostnými surovinami zaznamenán systematicky nižší růst reálného HDP na hlavu a nižší životní úroveň než u zemí, které tímto bohatstvím nedisponují. A to přesto, že jejich vývoz představuje citelný nárůst příjmů domácí ekonomiky.

Tato práce si v rámci teoretické části klade za cíl poskytnout důkladné seznámení s tímto jevem. Budou zde vyjmenovány možné příčiny, které vedou k negativním projevům spojených s přírodním bohatstvím. Jedná se zejména o trendy v cenách primárních komodit, míra diverzifikace ekonomiky, její institucionální rámec a především pak management zvýšených příjmů. Zde bude hrát klíčovou roli fiskální a měnová politika a dále způsob alokace investic - zdali zvyšují produktivitu práce a konkurenceschopnost ekonomiky či nikoliv.

Jako podmnožinu prokletí přírodních zdrojů pak lze považovat tzv. holandskou nemoc. S tímto označením přišel jako první časopis *The Economist* v roce 1977 k popsání fenoménu, který nastal v Nizozemsku poté, co byla na jeho pobřeží v Severním moři objevena rozsáhlá naleziště zemního plynu. Zvýšené příjmy z jeho exportu v průběhu 60. let zapříčinily zhodnocování nizozemského guldenu, které mělo za následek určité strukturální změny v ekonomice, jež negativně postihly konkurenceschopnost ostatních exportních odvětví. Další část práce se proto bude podrobně zabývat teorií holandské nemoci, ať už v její základní podobě z roku 1982, tak i jejími pozdějšími „nadvstavbami“, projevy a také shrnutím dosavadních poznatků, jak projevům této nemoci zabránit či je minimalizovat. Pro ilustraci zde bude také popsáno několik empirických příkladů prokletí přírodních zdrojů, a to jak zemí, pro které toto bohatství znamenalo skutečně prokletí, tak i zemí, které z něj dokázaly využít maximum ke svému prospěchu.

Problematika holandské nemoci však získává nový rozměr, uvažujeme-li její výskyt v zemi, která nedisponuje vlastní měnovou politikou a ztrácí tak jeden z nástrojů managementu zvýšených příjmů. Tato práce nabízí případovou studii Kypru jakožto člena eurozóny, pro kterého je toto téma v současné době vysoce aktuální, neboť by se měl během několika let stát klíčovým exportérem zemního plynu na základě nových rozsáhlých nalezišť u svého pobřeží.

Poslední část práce se následně pokusí dále rozvinout problematiku Evropské měnové unie. V průběhu minulého desetiletí (resp. na konci minulého století) jsme byli svědky přijetí eura několika zeměmi na periferii Evropy (mezi kterými je i zmíněný Kypr), u kterých jsme mohli pozorovat určité strukturální změny ne nepodobné projevům holandské nemoci. A to přesto, že v tomto případě není příčina v objevení rozsáhlých nalezišť určité komodity, nýbrž v přílivu kapitálu z ostatních zemí eurozóny. Práce tedy stanovuje hypotézu, že následná krize těchto periferních zemí může být vysvětlena pomocí teorie holandské nemoci, což znamená, že v jejím jádru leží příliv kapitálu do ekonomiky. Analogií ke komoditnímu boomu by tak byl šok v podobě vstupu zemí do eurozóny a následný vývoj, který by byl výsledkem skutečnosti, že tyto země nenaplnily kritéria teorie optimální měnové oblasti, která je základním předpokladem pro úspěšné fungování měnové unie.

1 Úvod do prokletí přírodních zdrojů

Podíváme-li se do slovníku synonym, u slova „bohatství“ najdeme příbuzné výrazy jako kapitál, nadbytek, jmění, přepych, majetek či luxus¹. Bývá tedy spojováno s materiální prosperitou jedince či skupiny. Proto možná může spojení „prokletí přírodních zdrojů“ (z angl. the resource curse) znít poněkud překvapivě, neboť odkazuje na určitou nevýhodu plynoucí z dispozice přírodním bohatstvím. V průběhu druhé poloviny 20. století však byl po celém světě v mnoha studiích zaznamenán zdánlivě paradoxní fenomén. Přestože naleziště ropy, zemního plynu, ale i dalších energetických komodit i následné další průzkumy potenciálních nových nalezišť již několik desetiletí získávají pozornost mnoha zahraničních investorů a zájmových skupin, země bohaté na přírodní zdroje vykazují dlouhodobě menší hospodářský růst než ty, které přírodními zdroji v takové míře nedisponují. Ačkoliv tedy představa přírodního bohatství evokuje spíše pozitivní důsledky, jako je například zvýšení zaměstnanosti, fyzického i lidského kapitálu a zvýšení ekonomického růstu (zejména v rozvojových zemích, kde tyto sektory zaujímají velkou část domácí ekonomiky), v praxi se tato transformace ukazuje jako složitější. Odkazuje na ni právě výraz „course“, který poukazuje na fakt, že pro mnoho zemí může přírodní bohatství znamenat spíše prokletí, které se projevuje ekonomickými distorzemi postihujícími růst HDP, korupcí, napětím ve společnosti či v krajních případech také vládními konflikty (Coutinho, 2011).

Pojem „resource curse“ poprvé použil ekonom Richard Auty v roce 1993 k popsání neschopnosti zemí bohatých na přírodní zdroje efektivně využít příjmy k nastartování svých ekonomik². Existuje celá řada příkladů: Mexiko, Venezuela, Nigérie, Jižní Súdán či Kongo (Sachs a Warner, 2001). Všechny tyto země vykazují navzdory svému nerostnému bohatství nízký příjem na hlavu a nízkou životní úroveň (Frankel, 2010). Naproti tomu existuje i celá řada zemí bohatých na přírodní zdroje, které si v poválečném období vedly o poznání lépe. Nejskloňovanějšími jsou Norsko od objevení ropných nalezišť v roce 1969, které je v současné době na prvním místě v žebříčku Human Development Index (HDR, 2015), Chile jakožto významný světový exportér mědi, Peru od svého privatizačního programu v roce 1992, Austrálie coby exportér uhlí a železné rudy od 60. let nebo Botswana, která je stejně jako Kongo bohatá na diamanty, je však jednou z nejlepších zemí kontinentální Afriky v hodnocení

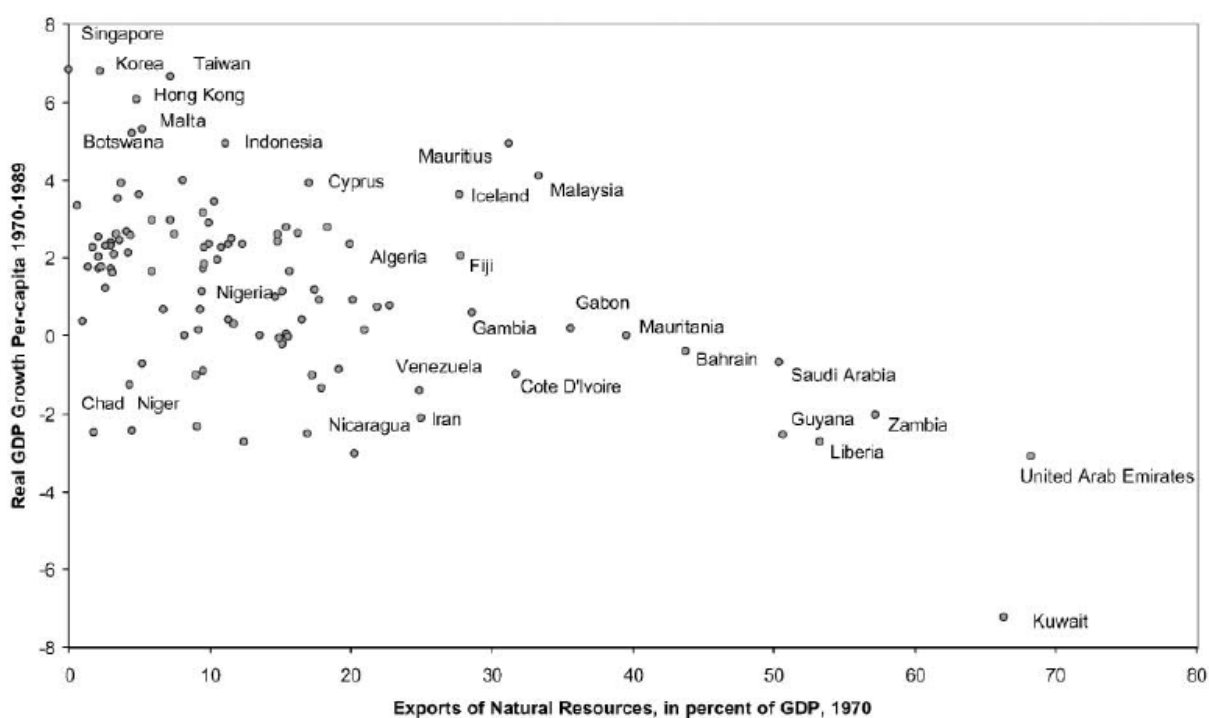
¹ ABZ slovník českých synonym: <http://www.slovník-synonym.cz/web.php/slovo/bohatstvi>

² <http://content.time.com/time/magazine/article/0,9171,1997460,00.html>

stability, růstu a kvality demokratického režimu, zatímco Kongo jednou z nejhorších (HDR, 2015).

Vedle jednotlivých empirických důkazů existuje i celá řada studií, které výskyt tohoto fenoménu prokazují ekonometricky. Například Doppelhofer et al. (2000) klasifikuje přírodní bohatství jako jednu z deseti nejpodstatnějších proměnných vysvětlujících ekonomický růst. Nejvýznamnějšími jsou pak studie Sachse a Warnera z roku 1997 a 2001, které na datech z poválečné éry ukazují, že intenzita exportu přírodního bohatství vykazuje negativní korelaci s růstem HDP na hlavu. Výsledky lze vidět v Grafu 1:

Graf 1: Přírodní bohatství a ekonomický růst (1970 - 1989)



Zdroj: Sachs a Warner (2001, str. 829)

V grafu můžeme vidět, že žádná ze zemí s extrémním přírodním bohatstvím (resp. jeho exportem) v roce 1970 nezaznamenala výrazný ekonomický růst po následujících dvacet let. Naproti tomu řada východoasijských ekonomik - Japonsko, Korea, Tchaj-wan, Singapur nebo Hong Kong - dosáhly standardů vyspělých západních zemí, ačkoliv nedisponují v podstatě žádnými přírodními zdroji. Výjimkou pak může být například Malajsie, která byla schopna svou vhodnou politikou zabránit projevům prokletí přírodních zdrojů (viz kapitola 3.8).

Sachs a Warner dále uvádějí, že závislost na přírodním bohatství má značně negativní efekt na růst HDP na hlavu: zvýšení exportu určité komodity o 10 procentních bodů znamená zhoršení průměrného růstu HDP o 0,77-1,1 % p. a. Důležitým rozšířením tohoto zjištění pak

byla práce Mehluma, Moene a Torvika (2006), kteří propojili intenzitu přírodního bohatství s kvalitou institucionálního rámce jakožto jednou z příčin negativních důsledků tohoto bohatství. Další možné příčiny jsou uvedeny v následující kapitole.

2 Příčiny prokletí přírodních zdrojů

Mezinárodní měnový fond na základě dat z období 2006-2010 eviduje 51 zemí (přibližně 1,4 miliardy lidí) spadajících do kategorie států bohatých na přírodní zdroje. U zemí v této skupině musí příjmy z tohoto sektoru zaujímat alespoň 20 % celkového exportu nebo 20 % příjmů státního rozpočtu. Kompletní seznam těchto států lze najít v Příloze 1. Ve 25 z těchto zemí pak export přírodních zdrojů zaujímá $\frac{3}{4}$ hodnoty celkového exportu, ve 20 z nich pak tvoří více než polovinu státních příjmů (Venables, 2016).

Tyto státy jsou pak rozděleny do čtyř kategorií - s vysokými příjmy, středně vysokými, nízkými/středně nízkými příjmy a země s potenciálním výskytem přírodního bohatství. Do první skupiny se řadí zejména několik zemí z oblasti Perského zálivu exportujících ropu nebo například Norsko. Druhá skupina je smíšeného charakteru - jsou zde zástupci zemí Latinské Ameriky (např. Venezuela, Chile, Mexiko), Afriky (Botswana, Libye) i Asie (Kazachstán). Důležitá je pak skupina 29 rozvojových zemí převážně z oblasti Afriky se středně nízkými až nízkými příjmy. Venables (2016) uvádí, že dlouhodobě vykazují několik společných znaků:

- 1) Extrémní závislost státních příjmů na příjmech z nerostného bohatství. Typickým příkladem může být současná situace Saúdské Arábie, jež je blíže popsána v kapitole 3.8.
- 2) Nízká míra úspor z nerostného bohatství. Byla prokázána negativní korelace mezi příjmem z nerostného bohatství (jako procento z HDP) a mírou úspor.
- 3) Celkově slabší míra ekonomického růstu, na kterou upozorňují také Sachs a Warner (1997, 2001).
- 4) Vysoká volatilita příjmů z nerostného bohatství. Výše příjmů v tomto sektoru je do určité míry predikovatelná na základě současného stavu depozit dané komodity, objevování nových nalezišť apod. Podstatnou část ale tvoří také nepredikovatelné faktory, které se promítají ve střednědobých a krátkodobých tržních cenách, jejichž prudké změny dramaticky ovlivňují fiskální příjmy a výdaje, které se tak stávají procyklickými.³ Tato skutečnost je patrná z dat World Bank, která uvádí, že za posledních 20 let světové příjmy z přírodního bohatství fluktovaly mezi 1,4 % HDP v roce 1998 až 6,8 % HDP

³ V poslední době dochází také k tzv. financionalizaci primárních komodit, tzn. že komodity nejsou poptávány jen jako vstup do výrobního procesu, ale pouze jako forma spekulace. Obchodování tak ztrácí návaznost na reálnou ekonomiku a cena komodit se tak stává volatilnější a hůře predikovatelná.

v roce 2008.⁴ Z konkrétních komodit je tento jev patrný u ropy, jejíž volatilita se v posledních letech pohybovala mezi 25-45 %.⁵

2.1 Dlouhodobé trendy v cenách komodit

Frankel (2010) ve své analýze také zmiňuje vliv dlouhodobých trendů v cenách komodit a dodává, že rozvojové země bývají svým významem a velikostí ekonomicky menší než země industrializované a mají tak větší tendenci specializovat se na export základních nezpracovaných komodit. Stávají se tak typickým představitelem malé otevřené ekonomiky v pozici price-takera, a to nejen importních, ale i exportních cen. Přejímají tak ceny dané světovým trhem⁶, které se tak stávají významným rizikovým faktorem.

V ekonomické teorii pak existují dvě hypotézy o dlouhodobém trendu vývoje komoditních cen:

- a) Hypotéza klesajícího trendu komoditních cen. Tato teze z roku 1950 je spojena s ekonomy strukturalistické školy R. Prebischem a H. Singerem. Tvrdí, že cena primárních komodit v dlouhodobém horizontu klesá v poměru k cenám průmyslového zboží. Zdůvodnění je dáno tím, že poptávka po průmyslových produktech je více elastická ke zvýšení příjmů než u primárních produktů. Růst příjmů o 1 % tak vede ke zvýšení poptávky po průmyslovém zboží o více než 1 % a naopak o méně než 1 % u komodit. To implikuje závěr, že specializace na produkci primárních nerostných surovin je neefektivní a způsobuje přetrvávající nerovnost ve struktuře bohatství národů, které jsou tak rozděleny na industrializované „jádro“ a „periferii“ produkující primární suroviny. Zejména v 60. a 70. letech se tato teze těšila široké podpoře mezi rozvojovými zeměmi v Latinské Americe, které jí argumentovaly pro podporu různých forem obchodních bariér a podporu domácí industrializace. Od konce 20. století se však celosvětově prosazuje spíše trend odbourávání obchodních bariér a volnosti mezinárodního obchodu, o který usiluje Světová obchodní organizace v rámci své agendy.

⁴ Odhady založené na metodách uvedených v publikaci „The Changing Wealth of Nations: Measuring Sustainable Development in the New Millennium (World Bank, 2011). Více na: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS>

⁵ Volatilita cen ropy je počítána jako směrodatná odchylka denní procentuální změny během posledních 30 dnů. Více na: <http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=26172>

⁶ Země v pozici price-takera musí splňovat podmínku nízké monopolní síly, nízkých bariér obchodu a perfektní substituovatelnost mezi domácími a zahraničními producenty. (Frankel, 2010)

- b) Hypotéza rostoucího trendu komoditních cen, která vychází především z pojetí komodit jakožto vyčerpateľných zdrojů, jejichž cena roste s postupným poklesem světových zásob.

V praxi jsou ale obě tyto hypotézy těžko prokazatelné, neboť celkový dlouhodobý trend nelze jednoznačně určit. Například Continuous Commodity Index vykazoval střednědobé růsty i poklesy (pokles ve druhé polovině 19. století, růst v období 1900-1920, pokles v letech 1920-1933, růst 1933-1951 a dále dlouhodobější růst se střednědobými poklesy, jehož vrchol prozatím nastal v roce 2011).⁷

2.2 Specializace na vývoz komodit

Klasická ekonomie říká, že země by se měla specializovat na produkci zboží, v níž má komparativní výhodu. Naproti tomu strukturalistická škola tvrdí, jak již bylo naznačeno v rámci Prebischovy-Singerovy hypotézy, že specializace na produkci primárních komodit je neefektivní a industrializace vyžaduje státní podporu. Ying (1967) následně přispěl k této tezi definováním pojmu ‚learning-by-doing‘ (LBD) neboli proces učení se vlastní činností a zvyšujícími se zkušenostmi, aplikace teorie v tvořivé práci, technologický pokrok a inovace. Tento proces je základním předpokladem pro dlouhodobý ekonomický rozvoj, kterým disponuje sektor průmyslu, kdežto primární sektor nikoliv. Řada ekonomů pak z tohoto důvodu upozorňuje na žádoucí diverzifikaci ekonomiky směrem k průmyslu.

2.3 Institucionální rámec

Jedním z klíčových faktorů, který však může být považován jak za příčinu slabšího ekonomického růstu, tak i jeho důsledkem, je celková kvalita institucí daného státu. Předně se jedná o strukturu finančních trhů a riziko absence finančních instrumentů pro zajištění se proti volatilitě cen. Dále pak celkovou pozici soukromého sektoru, mechanismus redistribuce bohatství, daňový systém, systém ochrany duševního vlastnictví či otevřenost mezinárodnímu obchodu. Tyto faktory přispívají k celkové makroekonomické stabilitě a jejich nedostatky přinášejí riziko neefektivní alokace zdrojů mezi investice (která vede k cyklickému zpomalování tempa růstu ekonomiky) a zejména pak riziko prosazování určitých zájmových skupin. Již řada ekonomů prokázala pozitivní korelaci mezi výskytem nerostného bohatství a mírou korupce (Venables, 2016) či výskytem autoritářských režimů (Ross, 2001), zejména v souvislosti s ropným průmyslem. Příkladem může být Nigérie, největší africký producent

⁷ Time-Price-Research, vice na: <http://time-price-research-astrofin.blogspot.cz/2014/02/long-term-charts-us-stocks-1789-to-date.html>

ropy, který ještě v roce 2014 v důsledku krádeží a korupce ztratil přibližně 19 mld. USD a byly zveřejněny odhady, že od své nezávislosti v roce 1960 se celkové ztráty vyšplhaly až na závratných 400 mld. USD. Korupce je tak v podstatě druhý největší sektor ekonomiky hned za ropným průmyslem samotným.⁸

Míra nerostného bohatství může rovněž v krajních případech zvyšovat riziko válečných konfliktů. Například jedním z důvodů občanské války v Angole, jež trvala 27 let a vyžádala si miliony životů, byl mocenský boj o přístup k oblastem těžby diamantů, kterými Svaz pro úplnou nezávislost Angoly (UNITA) financoval svou válečnou činnost. Odsud pak pochází známý výraz „krvavé diamanty“.

2.4 Procykličnost finančních toků a fiskální politiky

Nejvýznamnějším důvodem negativních projevů přírodního bohatství, který je důsledkem jak specializace na vývoz komodit, vývoje jejich dlouhodobých cen, tak i institucionálního rámce dané ekonomiky, je procykličnost finančních toků, která může být nebezpečným zdrojem makroekonomické a politické nestability. Většině rozvojových zemí se v průběhu 90. let podařilo dostat pod kontrolu deficity státního rozpočtu, vysokou míru inflace i expanzivního růstu peněžní zásoby, stále však čelí problému procyklické měnové a fiskální politiky.

Podle teorie intertemporální optimalizace (Soukup et al., 2010) by si země měly půjčovat v době krátkodobých poklesů⁹, aby byly schopny udržet stanovenou míru spotřeby a investic, a splácet dluhy či hromadit čistá zahraniční aktiva v období ekonomického růstu. V praxi ale řada zemí tento princip nedodržuje a provádí expanzivní hospodářskou politiku v době boomu a restriktivní v době recese. Taková politika má však za následek neustálou obnovu a prohlubování ekonomického cyklu. V průběhu komoditního boomu v letech 2003-2008 kapitál proudil většinou do zemí s přebytkem běžného účtu, zejména do Asie, na Blízký Východ nebo do Latinské Ameriky, kde byla v daném období zaznamenána rekordní akumulace zahraničního kapitálu v kontrastu se dvěma předešlými cykly (období 1975-1981 a 1990-1997, kdy kapitál proudil hlavně do rozvojových zemí s deficitem běžného účtu). Možným zdůvodněním procyklických finančních toků může být jejich návaznost na procyklickou fiskální politiku - pokud vláda zvýší své výdaje, jejich určitá část je financována zahraničními půjčkami. Pokud je pak v období poklesu nucena své výdaje snížit, je to v důsledku nutnosti splácet tyto půjčky.

⁸ <http://oilprice.com/Energy/Crude-Oil/How-Corruption-And-Oil-Crime-Are-Tearing-Nigeria-Apart.html>

⁹ V kontextu našeho zájmu tedy především poklesu cen komodit ústící v pokles růstu ekonomik.

Jiným zdůvodněním pak může být také vysoká úroková míra v těchto zemích, tj. vysoký úrokový diferenciál, v daném období (TradingEconomics, 2016).

Ke stejnému závěru dospívá i Vegh (2015), který zkoumal korelaci mezi cyklickými komponenty reálných veřejných výdajů a reálného HDP v období 1960-2014 u vzorku 91 zemí (z nichž 75 je rozvojových). Závěr je šokující - pouze s výjimkou 2 států (Řecko a Portugalsko), vykazují všechny vyspělé státy negativní korelaci značící anticyklickou fiskální politiku, zatímco 81 % rozvojových zemí vykazuje pozitivní korelaci a tím i procyklickou fiskální politiku. Graf lze vidět v Příloze 2. Autor předkládá dvě možná vysvětlení dána jednak omezeným přístupem rozvojových zemí na mezinárodní finanční trhy v dobách recese vedoucím k fiskální konsolidaci a dále právě slabý institucionální rámec a politické tlaky na nadměrné státní výdaje v dobách konjunktury, kdy se zvyšují státní příjmy z daní. Tato procykličnost je typická zejména u rozvojových zemí disponujících přírodními zdroji, kde tento sektor dominuje ekonomickému cyklu. Sinnott (2009) zjišťuje, že v zemích Latinské Ameriky, kde dominuje těžba nerostných surovin, jsou vládní příjmy výrazně závislé na cenách komodit.

Manzano a Rigobon (2001) pak navazují na otázku politické procykličnosti problémem převisu dluhu (z angl. debt overhang), kdy řada zemí exportujících ropu v průběhu 70. let používala komoditu jako kolaterál k vysokým půjčkám v době jejich vysokých cen. Kolaps cen ropy v 80. letech poté způsobil, že země nebyly schopné dluhy splácet a ocitly se v dluhové krizi.

2.5 Nadměrné investice do fyzického kapitálu

Jednou z největších položek, kterou tvoří zvýšené státní výdaje, pak často bývá expanze veřejného sektoru, tj. růst počtu pracovníků nebo mezd. Příkladem může být Saúdská Arábie, jejíž situace je podrobně popsána v kapitole 3.8, která se nyní potýká s neschopností financovat vysoké vládní výdaje na svůj přebujelý veřejný sektor v době poklesu cen ropy, a tím i vládních příjmů.

Další položkou jsou nadměrné investice do fyzického kapitálu, zejména pak infrastruktury, která vytlačuje soukromé investice a nepřináší v budoucnosti dodatečnou míru návratnosti a v dobách poklesu příjmů bývají nevyužívány či opuštěny (Sachs a Warner, 2001). Takovéto investice bývají označovány jako „white elephants“¹⁰.

¹⁰ <http://www.dictionary.com/browse/white-elephant>

2.6 Nedostatečné investice do lidského kapitálu

Nadměrná investice do fyzického kapitálu bez rozvoje kapitálu lidského má v dlouhém období za následek nízkou míru návratnosti. Coutinho (2011) zmiňuje, že úroveň vzdělání, které má potenciál nastartovat ekonomický růst skrze zvyšování produktivity práce a také zlepšovat politické klima a posilovat demokracii, je nepřímo úměrná úrovni přírodního bohatství. To dále vysvětluje tím, že sektor přírodních zdrojů má tendenci vytěšňovat lidský kapitál, neboť zvyšuje náklady obětované příležitosti investice do vzdělání. Obecně také vyžaduje pracovní sílu s relativně nízkou kvalifikací ve srovnání s jinými sektory. S přibývajícími pracovními příležitostmi v tomto sektoru se tak zvyšuje počet nekvalifikovaných pracovníků a je tak omezen efekt learning-by-doing, který může dále posilovat dlouhodobý rozvoj ekonomiky.

Z výše uvedených příčin, které mohou mít za následek negativní projevy prokletí přírodních zdrojů, je evidentní, že rozhodujícím faktorem pro jejich eliminaci je kvalitní institucionální rámec omezující neefektivní alokaci zdrojů směrem k zájmovým skupinám či možnou korupci. Dále pak management zvýšených příjmů státního rozpočtu v dobách vysokých tržních cen komodit, a to s respektováním intertemporální optimalizace.

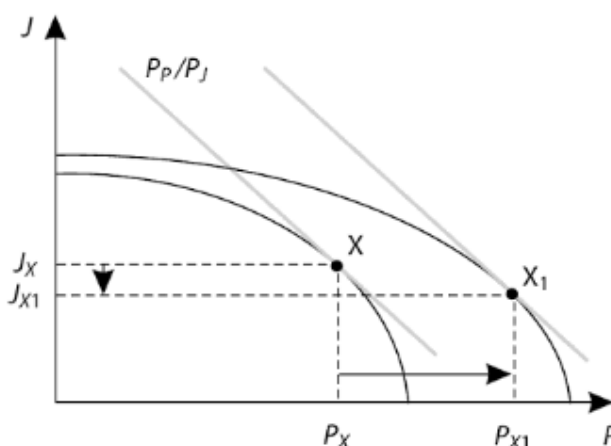
3 Holandská nemoc v klasickém pojetí

Prokletí přírodních zdrojů má dalekosáhlé důsledky nejen ekonomické, ale také společensko-politické. Efekt holandské nemoci pak popisuje specifické ekonomické dopady, které souvisejí s objevením nalezišť nerostných surovin.

3.1 Rybczynského teorém

Za jeho teoretického předchůdce lze v obecné rovině považovat Rybczynského teorém, který byl v roce 1955 publikován britským ekonomem polského původu Tadeuszem Rybczynskim a který popisuje důsledky změny nabídky jednoho z výrobních faktorů. Model předpokládá následující podmínky: konstantní světové ceny, existence dvou statků a jejich konstantní relativní ceny, konstantní množství výrobních faktorů v ekonomice a dále uvažuje Heckscherův-Ohlinův model mezinárodního obchodu (v tomto případě změnu faktorů mezi regiony).

Graf 2: Rybczynského teorém



Zdroj: Štěrbová et al. (2013, str. 50)

Model vysvětluje situaci, kdy dojde k růstu nabídky jednoho z výrobních faktorů. Daná ekonomika pak bude produkovat více toho výrobku, jehož výroba je relativně náročnější na tento výrobní faktor. V Grafu 2 je ilustrována situace, kdy je země lépe vybavena kapitálem oproti jinému výrobnímu faktoru, a proto se specializuje na výrobek P , jehož výroba je více kapitálově náročná. Země na počátku vyrábí množství P_X výrobku P a J_X výrobku J . V ekonomice následně vzroste nabídka kapitálu a tím se posouvá hranice jejích výrobních možností směrem doprava (tj. větší rozsah produkce). V důsledku toho, že je země lépe vybavena kapitálem, však není posun rovnoměrný, ale relativně více se zvyšují výrobní možnosti výrobku P . Za předpokladu neměnných světových cen se pak optimální úroveň

produkce posune z X do X_1 (tj. množství P_{X1} a J_{X1}). Výroba zboží P tedy roste s tím, jak roste zásoba jeho výrobního faktoru (v našem případě tedy kapitálu) a výroba zboží J klesá, neboť ztrácí část svého výrobního faktoru (především práce), který se přesouvá do expandujícího odvětví. Celkový efekt na zboží P tedy považujeme za pozitivní a na zboží J za negativní. V praxi se tak jedná o efekt, kdy realokace faktorů směrem k jednomu odvětví snižuje produkci odvětví druhého, což je zásadní princip teorie holandské nemoci, jak vysvětlí následující kapitola.¹¹

3.2 Úvod do holandské nemoci

Samotný název „holandská nemoc“ (z angl. the Dutch disease) byl poprvé použit v časopise The Economist v roce 1977¹² na základě zkušenosti z Nizozemska, na jehož severním pobřeží v Severním moři bylo v roce 1959 objeveno naleziště zemního plynu Groningen, doposud největší naleziště v Evropě a jedno z největších na světě. Toto náhlé zvýšení příjmů ekonomiky z těžby a exportu mělo za následek zhodnocování nizozemského guldenu a do roku 1976 tak stát získal přibližně 2 mld. USD v podobě exportu plynu a 3,5 mld. USD v podobě úspor z levnějšího importu. Tyto zvýšené příjmy pak umožnily nizozemské vládě zvyšovat také životní úroveň obyvatelstva, zdravotnictví i vzdělání (Whaley, 2009). Byly však doprovázeny i negativními dopady na jiné segmenty ekonomiky právě v důsledku apreciacie domácí měny. Ta činila ostatní exportní odvětví dražší a méně konkurenceschopné na mezinárodních trzích.

V důsledku zvýšení mezd v těžebním sektoru docházelo dále k přesunu pracovní síly, čímž zejména netěžební průmysl a zemědělství utrpěly v 70. letech významnou újmu¹³, a to právě ve prospěch těžebního sektoru. Zpracovatelský průmysl zaznamenal do poloviny 70. let pokles zaměstnanosti až o 16 %.¹⁴ Vláda v té době předpokládala, že zvýšený příjem bude mít trvalý charakter, a jeho částí financovala štědrý sociální systém. Když ale cena zemního plynu na konci 70. let poklesla, dramaticky poklesl i její příjem a od 80. let byla postupně nucena upouštět od principu státu blahobytu.

¹¹ Pokud tento teorém aplikujeme na problematiku komodit, vyvstává nám mnoho úvah. Když určitá země objeví nerostné bohatství, což je de facto výrobní faktor, pak by měla vyrábět výrobky náročné na tento výrobní faktor (například výrobky ze zpracované ropy) a nikoli jej vyvážet v surovém stavu. Aby ale mohly (především) rozvíjející se země danou komoditu zpracovávat a vytvářet tak v ekonomice vyšší přidanou hodnotu, je zapotřebí dostatek kapitálu (nejdříve finanční, za který je později nakoupen fyzický). U těchto zemí je však problémem nedostatečná míra úspor, investice tak musejí být financovány skrze příliv zahraničního kapitálu. Ten buď není dostupný kvůli vysokému riziku či je směřován pouze do jednoho sektoru (např. těžby), popřípadě se ekonomika stane příjemcem „horkého kapitálu“ v důsledku vysokého úrokového diferenciálu, který ale obvykle nepřináší dlouhodobý pozitivní vývoj pro danou ekonomiku.

¹² The Economist, „The Dutch Disease“, 26. listopadu 1977, str. 82-83

¹³ <http://www.history.ac.uk/ihr/Focus/welfare/articles/nottinghamc.html>

¹⁴ <http://www.slideshare.net/natarajpangal/dutch-disease>

Termín posléze zobecněl a jeho první klasickou ekonomickou teorií sledující strukturální změny v ekonomice představili v roce 1982 ekonomové W. M. Corden a J. P. Neary. Zpočátku byla teorie holandské nemoci spojována výhradně s objevením nových nalezišť nerostných surovin, později řada ekonomů upozornila, že se tento jev může vyskytnout i v jiných případech (Afandiyev, 2013) způsobujících masivní příliv zahraničního kapitálu, jako například výrazné zvýšení tržní ceny dané komodity nebo formou investic, kteréžto problematice bude věnována třetí část této práce.

3.3 Reálný měnový kurz

Dříve než bude podrobněji popsána základní teorie holandské nemoci, je třeba zmínit veličinu, která je pro její pochopení klíčová, a tou je reálný měnový kurz (Real Exchange Rate - RER). Ten je ukazatelem reálné kupní síly měny a je využíván k porovnávání mezinárodní konkurenceschopnosti. Jeho vymezení se opírá o relativní verzi teorie parity kupní síly (PPP) a vyjadřuje vztah mezi nominálním měnovým kurzem a poměrem cenových hladin doma a v zahraničí:

$$RER = ER_{D/F} * \frac{P_F}{P_D}$$

kde $ER_{D/F}$ je hodnota nominálního měnového kurzu vyjádřeného jako počet jednotek domácí měny za jednotku měny zahraniční (pokud tedy ER kvantitativně klesá, domácí měna apreciuje)¹⁵, P_D domácí cenová hladina (vyjadřována typicky jako CPI) a P_F zahraniční cenová hladina. Reálný měnový kurz tak vyjadřuje, kolik je třeba vynaložit domácích košů¹⁶ k získání jednoho koše zahraničního. Jestliže tedy reálný kurz ceteris paribus kvantitativně klesá (nebo při nepřímé kotaci roste), dochází k reálné apreciaci domácí měny a její reálná kupní síla v zahraničí se zvyšuje, zároveň ale dochází ke snížení konkurenceschopnosti domácího zboží na zahraničním trhu (Durčáková, Mandel, 2010). Děje se to skrze dva kanály (pokud neuvažujeme změnu zahraniční cenové hladiny):

- zhodnocení nominálního kurzu domácí měny
- růst domácí cenové hladiny.

¹⁵ V tomto případě hovoříme o přímé kotaci, kterou využívá například americký dolar nebo česká koruna. V tradičních informačních zdrojích (např. MMF) nebo u řady významných světových měn, jako jsou EUR nebo GBP, je pak využívána kotace nepřímá (tj. počet jednotek zahraniční měny za jednotku domácí měny). Při určování vzorce reálného měnového kurzu je tedy třeba zohledňovat způsob kotace, podle které se liší. (Durčáková, Mandel, 2010, s. 84)

¹⁶ např. CPI index

Tato veličina je významná pro posouzení kurzových vlivů na mezinárodní obchod, neboť na rozdíl od nominálního kurzu je vždy plovoucí díky pohybům cenových hladin. Pokud by například domácí cenová hladina vzrostla o 10 %, zahraniční se nezměnila a zároveň domácí měna by nominálně oslabila o 10 %, reálný měnový kurz (tj. poměr cen doma a v zahraničí) zůstane nezměněný a tím nedochází ke změnám poptávky po importu a exportu. V praxi se pak spíše než absolutní úroveň více používá index reálného měnového kurzu, který vyjadřuje změny této hodnoty v čase (ČNB, 2016).¹⁷

Pokud se vývoj kurzu dvou měn vyvíjí podle parity kupní síly (PPP), nemělo by docházet ke změnám reálného měnového kurzu. Ve skutečnosti jsou ale porušovány základní předpoklady modelu PPP v důsledku existence překážek volného obchodu (transakční náklady, cla apod.), které se promítají i do změny RER. Dalšími veličinami, které vysvětlují fluktuace RER, jsou odlišný vývoj produktivity práce v obchodovatelném a neobchodovatelném sektoru dvou ekonomik¹⁸, vývoj na finančním trhu (především tedy pohyby kapitálu), fiskální politika nebo změny v hodnotě zahraničních směnných relací¹⁹ dlouhodobější povahy, které jsou typické pro exportéry nerostných surovin v reakci na změny jejich tržních cen (Catão, 2007). To je typické u většiny primárních komodit, které nemají blízký substitut, a to ani v dlouhé období. Poptávka po nich je tak velmi málo elastická (roste-li jejich cena, pak se poptávané množství mění jen velmi málo). To je jedním z důvodů, proč je stále velký zájem o export ropy, přestože jejich cena v minulém desetiletí atkovala historická maxima. Pro teorii holandské nemoci je to zcela zásadní skutečnost.

3.4 Základní teorie holandské nemoci

V ekonomice existují mezinárodně obchodovatelné (z angl. „tradables“) a neobchodovatelné statky („non-tradables“). Cenu neobchodovatelných statků určuje střet domácí nabídky a poptávky, naopak cena obchodovatelných statků je determinována světovým trhem (malá otevřená ekonomika zde vystupuje v roli price-taker). Předpokládá se zde plná zaměstnanost a mobilita pracovní síly mezi všemi sektory (ne však mezinárodně), která je mechanismem vyrovnávání úrovně mezd. Dále platí předpoklad konečné spotřeby vyrobených

¹⁷ https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_nominalni_a_realny_menovy_kurz.html

¹⁸ Ten má vliv na diferenciál mezi rozdílem růstu cen v obou sektorech v daných zemích, který určuje změnu RER. Tento jev je známý jako Balassa-Samuelsonův efekt, více viz

https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_duben/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_02_duben_p1.html

¹⁹ Zahraniční směnné relace (Terms of Trade - ToT) jsou definovány jako podíl exportních a importních cen. Můžeme je tedy chápat jako počet jednotek, které ekonomika může importovat za jednotku svého dovozu. Pokud tedy kvantitativně rostou, ekonomika může dovést objem statků za jednotku vývozu. Tím dochází k reálné apreciaci měny (Durčáková, Mandel, 2010).

statků, které tak nejsou využívány jako meziprodukt. Sektor obchodovatelných statků je dále rozdělen na sektor rozvíjející se („booming“), který v důsledku exogenního technologického pokroku, pozitivního cenového šoku dané komodity nebo objevení nových nalezišť²⁰ zvyšuje cenu svého exportu, a sektor ostatních statků („other tradable“, „lagging“).

Zvýšená cena exportu (uvažujme například ropu) má za následek dramatický růst příjmů tohoto sektoru v důsledku přílivu zahraniční měny. Vyšší zisky firem jsou doprovázeny růstem mezd v těžebním sektoru a též vyšší hodnotou poplatků a dalších daní, které vedou k vyšším příjmům státního rozpočtu. Pokud by veškerý tento zvýšený příjem ze zahraničí byl utracen za import zboží, nedošlo by v tomto případě ke změně peněžní zásoby v zemi či v poptávce po domácím zboží. Prostředky z těchto zvýšených příjmů jsou ale často konvertovány do měny domácí a následně spotřebovány doma, ať už přímo skrze těžební společnosti či nepřímo skrze příjemce vyšších důchodů, tj. zvýšení výdajů soukromého sektoru nebo vlády. Ta investuje zejména do sektoru neobchodovatelných statků - infrastruktury, stavebnictví, služeb či veřejného sektoru - což má za následek růst mezd v tomto sektoru. Dochází tak k tzv. *výdajovému efektu* („spending effect“), který hraje rozhodující roli v teorii holandské nemoci. Je doprovázen reálnou apreciací domácí měny, a to dvěma kanály podle toho, zda je kurz domácí měny fixní či plovoucí.

V případě fixního měnového kurzu dochází ke konverzi zahraniční měny za měnu domácí a tím ke zvětšování peněžní zásoby²¹ a tlakům na růst domácí cenové hladiny, zejména v sektoru neobchodovatelných statků. Tím vytváří také tlak na růst mezd v tomto sektoru. Pokud je kurz flexibilní, reálné zhodnocení měny v důsledku přílivu zahraničního kapitálu probíhá skrze změnu nominálního kurzu spíše než růst cenové hladiny, neboť při poklesu relativní ceny importovaného zboží může docházet k substitučnímu efektu dovážených statků. Celkový vliv na změnu domácí poptávky v sektoru ostatních obchodovatelných statků tak není zřejmý.

Druhým efektem, který analýza rozlišuje, je tzv. *efekt přesunu zdrojů* („resource movement effect“). Zvýšený mezní produkt práce v těžebním sektoru doprovázený zvýšením mezd přitahuje pracovní sílu ze sektoru ostatních obchodovatelných statků. V nich pak dochází ke snížení produktu - tento efekt se nazývá *přímá deindustrializace*. Ke stejnému přesunu však dochází i v rámci non-tradable sektoru. Zvýšená poptávka po neobchodovatelných statcích

²⁰ Model uvažuje zejména boom v oblasti těžby surovin a variantu technologického pokroku, kdy dochází k posunu produkční funkce.

²¹ Uvažováno v prostředí Mundell-Flemingova modelu.

předpokládá taktéž zvýšení mezd v tomto sektoru a vyvolává přesun pracovní síly z other tradable sectoru do non-tradable sektoru. Jedná se tak o *nepřímou deindustrializaci*.²²

V obou případech je negativně postižen netěžební sektor obchodovatelných statků, nejčastěji se jedná o zemědělství či zpracovatelský průmysl. V poslední době je také zmiňován turismus či vzdělání. Corden (2012) tvrdí, že efekt přesunu zdrojů má ve vyspělých diverzifikovaných ekonomikách spíše zanedbatelný význam, neboť například v Austrálii je zaměstnanost v těžebním sektoru méně než 2 % pracovní síly. Dalekosáhlejší důsledky má reálná apreciace, kvůli které se stává ostatní obchodovatelné zboží méně konkurenceschopné, neboť v případě fixního kurzu musí čelit rostoucím cenám vstupů nebo v případě nominální apreciace se stává relativně dražším v zahraničí. Jeho cena je však určována levnou zahraniční konkurencí a nelze ji zvýšit tak jako u ostatních sektorů ekonomiky.

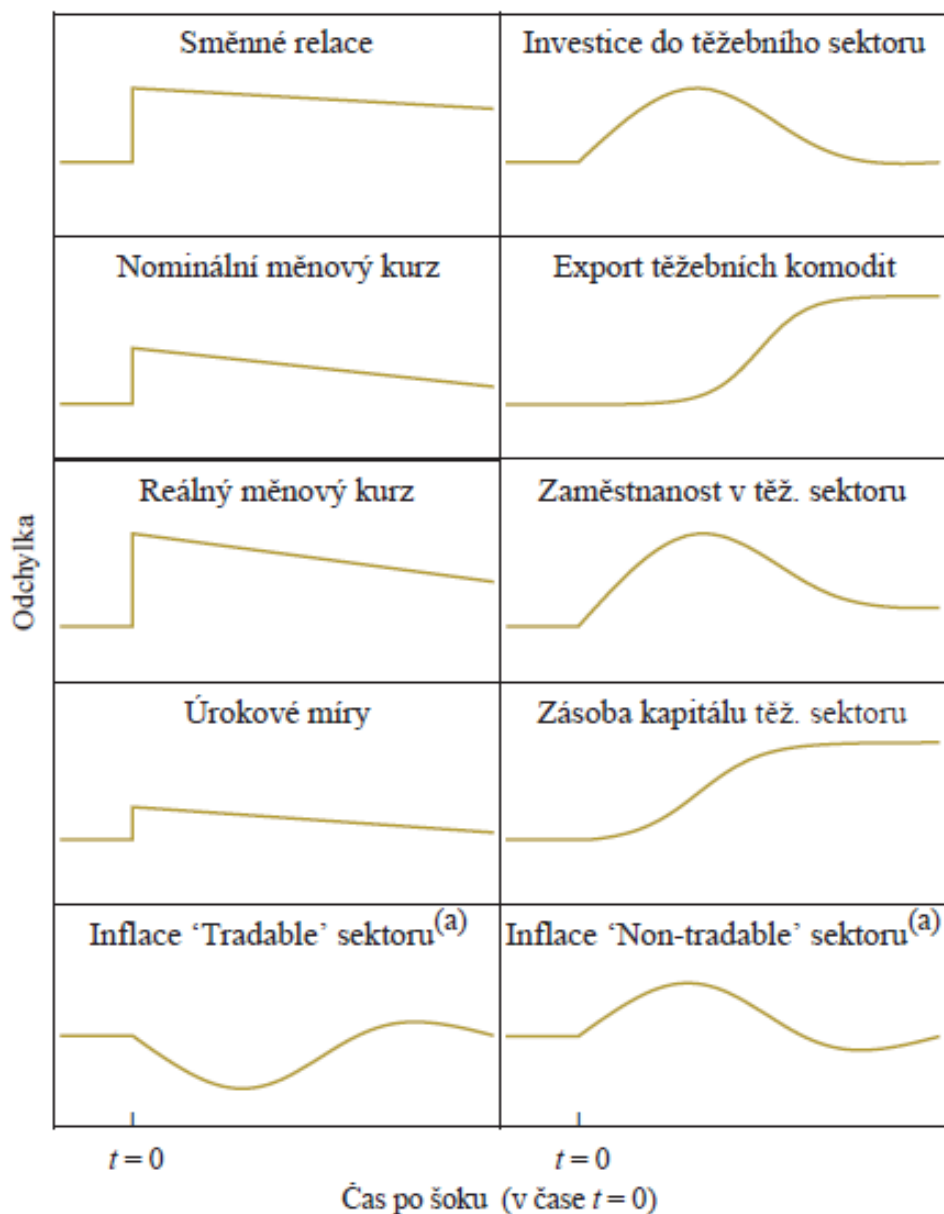
Plumb et al. (2013) uvádí, že po pozitivním šoku (například náhlé zvýšení směnných relací) následuje produkční fáze a pozvolné přizpůsobení veličin v čase. Poté, co těžební sektor nasytí svou poptávku po pracovní síle a investicích, se tyto výrobní faktory pozvolna přesouvají do ostatních sektorů ekonomiky.²³ V případě flexibilního kurzu by podle teorie mělo v době šoku dojít k nominální apreciaci doprovázenou zvýšením úrokových sazeb. Podle teorie nekryté úrokové parity pak lze očekávat postupnou nominální depreciaci měnového kurzu, která zvyšuje relativní cenu obchodovatelných statků a snižuje relativní cenu neobchodovatelných statků. Celkový efekt na inflaci by tak měl být spíše menšího rozsahu.

Graf 3 ukazuje schematický vývoj jednotlivých veličin v čase. Ačkoliv v praxi může docházet k odchylkám od modelového vývoje způsobených například nedokonalou informovaností domácnost, firem či vlády, může nám tento model poskytnout vhodný rámec při dalším studiu této problematiky.

²² Tento termín je však poněkud zavádějící, neboť do ostatních obchodovatelných statků se řadí i neprůmyslová odvětví, zejména zemědělství.

²³ Přesto se předpokládá, že zaměstnanost v těžebním sektoru zůstane v důsledku vyšší produkce i nadále vyšší než před těžebním bohem.

Graf 3:
Dynamika vývoje vybraných veličin v reakci na pozitivní šok ve světových cenách komodit



Poznámka: (a) Ve vztahu ke spotřebitelským cenám

(b) Apresiasi měnového kurzu domácí měny = numerický nárůst

Zdroj: Plumb et al. (2013); vlastní úprava

3.5 Rozšíření teorie

Ekonom José Gabriel Palma v roce 2005 přinesl nový způsob nazírání na problematiku holandské nemoci tím, že analyzoval průběh deindustrializace a její příčiny rozdělil na několik fází podle vyspělosti dané ekonomiky.

V poválečné éře docházelo ve vyspělých industrializovaných zemích k rapidnímu poklesu podílu zaměstnanosti v průmyslu - v Evropské unii až o 1/3 v období 1970-2000, ačkoliv se

zvýšila produkce o 50 %, zatímco zaměstnanost ve službách se o více než 50 % zvýšila (Ocampo, 2005). Ve většině zemí OECD začal probíhat proces deindustrializace v pozdních 60. letech a ve skupině rychle se rozvíjejících zemí jihovýchodní Asie koncem 80. let. Tyto změny ve struktuře zaměstnanosti lze vysvětlit zvyšováním produktivity v zemědělství a průmyslu díky technologickému pokroku, který postupně snižuje nároky na zaměstnanost a pracovní síla se tak přelévá do ostatních sektorů ekonomiky. V tomto případě hovoříme o fázi industrializace. Později dochází k růstu zaměstnanosti v sektoru služeb a zaměstnanost v průmyslu se stabilizuje. A konečně v poslední fázi dochází k poklesu zaměstnanosti v sekundárním sektoru ve prospěch služeb.

Ve stejném čase probíhaly po vzoru vyspělých zemí ve státech Latinské Ameriky (Argentina, Brazílie, Chile, Uruguay) a sub-saharské Afriky radikální reformy s cílem industrializovat ekonomiku a držet tak krok s vyspělými státy, přestože jsou bohaté na přírodní zdroje a jejich úroveň příjmu na hlavu byla značně nižší než v průmyslových zemích. Tento proces je nazýván předčasnou deindustrializací, která je u rozvíjejících se zemí nežádoucí, neboť zabráňuje procesu stěhování obyvatel do průmyslových měst, což je důležitý předpoklad pro zvyšování jejich efektivity práce a tím také k přeměně zemí na soběstačné průmyslové ekonomiky. Tento problém je viditelný právě v Latinské Americe nebo Africe, kde městští obyvatelé poptávají na trhu práce spíše nevýznamné služby a i přes rostoucí investice Číny oblast průmyslu nevzkvétá. Ve většině případů je pak zvýšený ekonomický růst zapříčiněn buďto přílivem kapitálu, transferů nebo těžebním boomem - tyto zde však vyvolávají otázky ohledně udržitelnosti (Rodrik, 2015).

Palma ve své studii analyzoval 105 zemí v období 1970-1998 a stanovil čtyři základní zdroje deindustrializace:

- 1) Rowthorn (1997) definoval proces deindustrializace jako pokles zaměstnanosti v sektoru průmyslu jakožto výsledek dosažení určité úrovně příjmu na hlavu, zejména ve prospěch sektoru služeb. Jedná se o přirozený průběh, který může mít pozitivní dopad na dlouhodobý ekonomický růst. Křivka zaměstnanosti v průmyslu v závislosti na rostoucím příjmu na hlavu tak má tvar obrácené U-křivky (tj. přírůstky zaměstnanosti postupně klesají a od určité úrovně příjmu začne klesat). Ačkoliv je tato hypotéza mnohými ekonomy ověřena, Palma dodává, že deindustrializace je mnohem komplexnější problém, který je výsledkem dalších faktorů.

- 2) Obrácená U-křivka se postupně zplošťuje. To znamená, že v průmyslu klesá podíl zaměstnanosti nezávisle na výši příjmu. Vysvětlení lze hledat zejména v institucionálních a finančních transformacích ve světové ekonomice v průběhu 80. let - posun od keynesiánství k monetárně orientované desinflační politice, která začala dominovat na konci 70. let v USA v reakci na neúspěšné pokusy stimulovat agregátní poptávku, které skončily vysokým deficitem obchodní bilance. Ve Spojeném království M. Thatcherová prosadila svou neoliberalní, radikálně monetaristickou ekonomii, během které došlo v Evropě mezi lety 1979-1981 k poklesu růstu HDP, který negativně postihl zaměstnanost (nezaměstnanost v roce 1982 činila 12 % (TradingEconomics, 2016)), míru investic a spotřeby. Tím byl značně poškozen i průmysl.
- 3) Změna úrovně příjmu na hlavu, na které dochází k bodu zvratu křivky. Na začátku 80. let byla úroveň bodu zvratu 20 645 USD, kdežto na začátku 90. let již jen 9 805 USD. Podle Rowthorna je to dáno tím, že v méně rozvinutých zemích začíná deindustrializace na nižší úrovni příjmu na hlavu než u vyspělých zemí.
- 4) Jako poslední zdroj deindustrializace Palma uvádí právě efekt holandské nemoci, který se objevuje jen u několika zemí, jako například Nizozemsko nebo země Latinské Ameriky, které zaznamenaly větší míru industrializace, než jaká byla očekávána v důsledku předešlých tří zdrojů. To je klíčové pro pochopení nového pojetí holandské nemoci.

Země jsou rozděleny do dvou skupin - komoditní, které vytvářejí přebytek v oblasti exportu přírodních zdrojů (*pc*), kterým pokrývají deficit v oblasti průmyslu, a industrializované vytvářející přebytek obchodní bilance vývozem průmyslových výrobků (*mf*). Tyto země mají rozdílný průběh křivky, které jsou dány jednak přírodním bohatstvím a také strategií ekonomického růstu. Přestože skupina komoditních zemí „*pc*“ má tendenci dosáhnout v absolutní míře nižší úrovně industrializace (viz Graf 4), u obou skupin byl zaznamenán v letech 1960 - 1998 pokles zaměstnanosti v podobné relativní míře (přibližně o 50 %).

K ilustraci je vhodný příklad Nizozemska v Grafu 4a. Po objevení nalezišť zemního plynu zaměstnanost v průmyslu poklesla ze struktury „*mf*“ do „*pc*“, a to skrze dva kanály: první se skládá ze tří uvedených zdrojů deindustrializace (tj. z *60-mf* do *98-mf*) a druhý odpovídá čtvrtému zdroji v podobě efektu holandské nemoci (tj. změna skupiny z *mf* na *pc*). V tomto kontextu je tedy efekt holandské nemoci považován za dodatečnou míru deindustrializace (ve výši 5 %), která se projevuje rozdílem poklesu zaměstnanosti v průmyslu (z 30,5 % v roce 1960 na 19,6 % v roce 2000 bez kalkulace efektu holandské nemoci nebo na skutečných 14,6 % včetně).

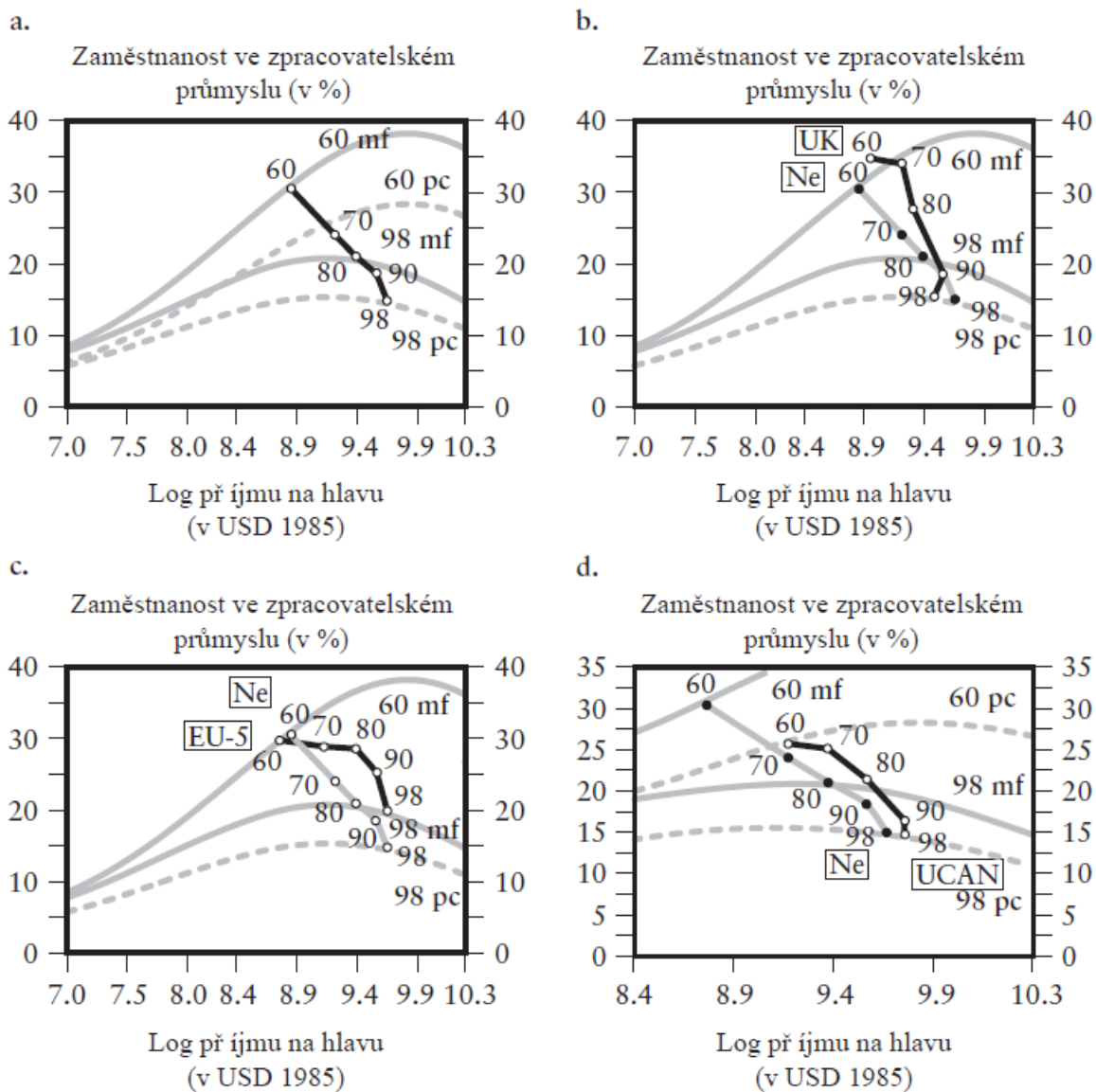
Graf 4: Dekompozice procesu deindustrializace

a. Nizozemsko (1960–98)

b. Spojené království (1960–98)

c. Nizozemsko a státy EU-5 (1960–98)

d. Nizozemsko a 4 tradiční exportéři komodit (1960–98)



Pozn. (a): EU-5: Rakousko, Belgie, Francie, Německo a Itálie; Ne = Nizozemsko; UCAN =

USA, Kanada, Austrálie a Nový Zéland; UK = Spojené království

Pozn. (b): 60, 70, 80, 90 a 98 = regrese pro 1960, 1970, 1980, 1990 a 1998

Zdroj: Palma (Ocampo, 2005, str. 86), vlastní úprava

V Grafu 4 je zobrazena také situace Spojeného království, které čelilo efektu holandské nemoci v souvislosti s boomem exportu ropy a finančních služeb v 70. letech. Naproti tomu u států EU-5 nebo UCAN lze také zaznamenat pokles, ale ne v takové míře (pouze kolem 10 %). Příklady severovýchodních zemí (Norsko) nebo Malajsie uvedené v další kapitole však ukazují, že

negativním projevům holandské nemoci lze zabránit prostřednictvím vhodné podpory rozvoje sektoru průmyslu.

Palma však také upozorňuje na klíčové zjištění, že fenomén holandské nemoci není omezen jen na země disponující přírodním bohatstvím, ale objevuje se také v zemích s dominantním sektorem služeb, jako je například turismus na Kypru, Maltě či v Řecku nebo finančnictví v Lucemburku, Hong Kongu nebo Švýcarsku.

3.6 Je holandská nemoc skutečně nemoc?

Otázku, zdali je v konečném důsledku holandská nemoc skutečně škodlivým jevem pro ekonomiku, se pokusilo zodpovědět několik studií z hlediska dopadu zvýšených příjmů do ekonomiky, aprece kurzu domácí měny či úpadek domácího průmyslu. Například Edwards a Aoki (1982) shrnují, že je klíčové, zdali se jedná o dočasný nebo permanentní šok. Pokud je pozitivní šok krátkodobého rázu, například zvýšení ceny vyvážené komodity, a vláda je současně do velké míry závislá na příjmech z těžby, hrozí jí nebezpečí zadlužení a deficitu běžného účtu v případě poklesu ceny nebo množství exportu. Holandská nemoc by pak neměla představovat problém, pokud jsou vyšší příjmy ekonomiky trvalého charakteru - pak dochází pouze k přirozené realokaci výrobních faktorů a stanovení nové rovnováhy. V obou případech jsou však rozhodující politická opatření, ke kterým by mělo dojít v případě dočasného šoku. V praxi je ale velmi obtížné určit, zdali se jedná o dočasný nebo permanentní šok. Pokud by vláda řešila permanentní šok jako dočasný a rozhodla se například pro kurzové intervence, pouze by oddálila žádoucí makroekonomické přizpůsobení a zároveň způsobila zvýšené fiskální výdaje v důsledku sterilizace. Pokud by naopak řešila dočasný šok jako permanentní, riskuje propad ekonomického růstu.

Již zmíněný Ying (1967) však dodává, že i permanentní změna může být nebezpečná, neboť postižený sektor obchodovatelných statků (zejména průmysl) na rozdíl od těžebního sektoru často disponuje externalitami ve formě learning-by-doing, rostoucích výnosů z rozsahu, spillover efektu nebo technologického pokroku, které jsou rozhodujícími pro dlouhodobý ekonomický růst.

Řada empirických testů již prokázala existenci modelového vzorce (tj. šok v oblasti přírodních zdrojů je následován reálnou aprecií domácí měny a procesem deindustrializace). Ismail (2010) ve své analýze použil mikroekonomická data 90 zemí z období 1977-2004 a také dospěl k závěru, že permanentní ropný šok způsobuje pokles průmyslové výroby, a zdůraznil, že tento efekt je silnější v zemích s otevřeným kapitálovým trhem. Lartey et al. (2008) dodává, že je efekt silnější v zemích s fixním měnovým kurzem.

Otázkou však je, zdali je to právě reálná aprece měny, která má dlouhodobé negativní důsledky pro ekonomiku. V tomto směru panují rozdílné názory. Na jedné straně je pohled tzv. Washingtonského konsenzu²⁴, který považuje jakoukoli odchylku reálného kurzu od své fundamentální hodnoty za škodlivou. A na straně druhé, že nadhodnocená měna má negativní důsledky pro ekonomiku, kdežto podhodnocená ji může akcelarovat. To dokazuje příklad Číny, jejíž centrální banka záměrně nechávala svou měnu podhodnocenou (a tím i konkurenceschopnou) tím, že nakupovala americké dluhopisy (a tím zvyšovala poptávku po USD), aby nastartovala svůj ekonomický růst.²⁵

Velmi komplexní je studie Maguda a Sosy (2010), kteří na základě ekonometrické analýzy také prokázali existenci holandské nemoci. Ve více než 80 % sledovaných případů došlo k reálné apreciaci kurzu domácí měny a následnému procesu deindustrializace. Ve více než 90 % případů pak šoky způsobily realokaci výrobních faktorů a snížily relativní produktivitu obchodovatelného sektoru a dále snížení hodnoty exportu v 75 % případů. Na druhé straně v 80 % případů nebyl prokázán nižší růst HDP. Jejich závěrem tedy je, že efekt holandské nemoci je empiricky prokázán, na rozdíl od závěrů Sachse a Warnera zde ale neexistuje jasná vazba na zhoršený ekonomický růst. Podobný nejednoznačný výsledek má také studie ČNB (Havránek, Horváth, Zeynalov, 2016). Je tedy nejisté, zda by se země měly obávat reálné aprece měny a zda by se jí měly snažit preventivně zabránit.

3.7 Management zvýšených příjmů

Otázka, zda mají být zvýšené příjmy z nerostného bohatství směřovány spíše na současnou nebo budoucí spotřebu, sahá až ke kořenům ekonomické teorie. Již v 50. letech se ekonomové Friedman a Modigliani pokoušeli vysvětlit dlouhodobou spotřební funkci. Podle Modiglianiho teorie životního cyklu spotřebitel maximalizuje svůj užitek ve všech obdobích, pokud udržuje rovnoměrnou spotřebu i při kolísání jeho důchodu. Friedman poté doplnil, že současná spotřeba závisí na průměrném očekávaném důchodu v budoucnu, resp. jeho odhadu. Měla by tedy být založena na současné hodnotě tohoto očekávaného důchodu (Soukup et al., 2010). Příjmy z nerostného bohatství by tedy měly být investovány v době přebytků²⁶ tak, aby návratnost investic v době jejich poklesu zajistila zachování stejné spotřeby (jak to činí například Norsko, viz kapitola 3.8). Hodnota očekávaných příjmů je však v tomto případě velmi obtížně

²⁴ Washingtonský konsenzus je soubor ekonomických standardů určených pro reformy rozvíjejících se ekonomik postižené krizí. Více viz Williamson (2004).

²⁵ <http://www.economicshelp.org/blog/11977/oil/dutch-disease/>

²⁶ Např. v době, kdy je cena komodity nad svým dlouhodobým klouzavým průměrem.

kvantifikovatelná, neboť problémem většiny z nich je vyčerpatelnost přírodních zdrojů a vysoká volatilita jejich cen.

V případě, že rozvíjející se země očekává zvýšené příjmy jen dočasně (například z důvodu rychlé vyčerpatelnosti zdroje), klíčovým úkolem je zamezit výdajovému efektu, tedy zvýšení agregátní poptávky, míry inflace, přehřátí ekonomiky a reálné apreciaci měny, a zajistit tak ochranu zranitelným sektorům (Magud a Sosa, 2010). Vždy je tedy zapotřebí brát v úvahu absorpční kapacitu ekonomiky a podle ní sterilizovat část zdrojů.

Klíčovou roli v managementu zvýšených příjmů má fiskální politika, jejíž cílem by mělo být oddělení určité proporce fiskálních výdajů od výše příjmů z nerostného bohatství, a to zejména v zemích, jejichž tyto dvě veličiny vykazují vysokou korelaci (viz Příloha 2). Jedině tak lze zamezit možnému deficitu státního rozpočtu při náhlém poklesu příjmů, jak tomu bylo z důvodu poklesu cen ropy například v Saúdské Arábii, Nigérii či Venezuele. Jedním ze způsobů je vytvoření výdajového stropu vlády. Tento postup byl úspěšně aplikován například v Chile nebo Ghaně. Existuje pak řada způsobů, kam přebytky směřovat - tvorba rozpočtového přebytku, užití pro splácení zahraničního dluhu nebo akumulace čistých zahraničních aktiv. V řadě zemí se však osvědčilo vytvoření speciálního fondu (National Revenue Fund nebo Sovereign Wealth Fund), jehož funkcí je odčerpávání zvýšených příjmů, jejich následné investování a rozložení výdajů v čase. Nejstarší vznikaly v ropných zemích Perského zálivu a jejich principy pak adoptovala řada dalších zemí. Jedním ze základních pilířů by pak měla být především transparentnost a nezávislost na vládě či jiných zájmových skupinách. V současné době jsou díky prokazatelně dobrým výsledkům brány fondy v Norsku a Chile jako modelové.

Devlin a Titman (2004) dodávají, že je zapotřebí také ochrana vůči neočekávaným cenovým výkyvům komodit, a existenci suverénního fondu doporučují kombinovat s užíváním hedgeových instrumentů (např. futures, forwardy, opce či swapy), které zajišťují fixaci ceny po určité období v budoucnosti a omezení rizika poklesu příjmů. Takto si například v minulosti zajistilo fixní příjmy z prodeje ropy Mexiko (Frankel, 2010). Problémem však může být bilaterální báze těchto instrumentů, jejich menší rozšířenost na méně rozvinutých finančních trzích, příliš velká hodnota podkladového instrumentu nebo informační asymetrie. Frankel doporučuje také metodu indexace případného dluhu k ceně komodity, která je poskytnuta jako kolaterál, avšak v praxi doposud není rozšířena.

Ačkoliv je většina pozornosti upírána právě na procykličnost fiskální politiky, je důležité zmínit také měnovou politiku. Vegh a Vuletin (2012) prokazují, že v mnoha rozvíjejících se

zemí dochází k efektu tzv. strachu z volného pádu. Jelikož je období recese doprovázeno depreciací domácí měny, která je vyvolána zejména odlivem kapitálu, nutí to centrální banky systematicky zvyšovat domácí úrokovou míru, aby slábnoucí měnu ochránily. Důvodem je strach, že by oslabující měna uvrhla ekonomiku do ještě hlubší deprese tím, že by iniciovala další odliv kapitálu ze země, který může způsobit platební neschopnost zadlužených firem a jejich možný bankrot. Tento jev se měří korelací mezi cyklickými komponenty krátkodobé úrokové míry a mírou depreciace měnového kurzu. Pozitivní korelace tedy značí, že krátkodobá úroková míra je zvyšována v případě depreciace, což ukazuje na procyklickou měnovou politiku. Naopak nulová korelace je znamením, že měnová politika nereaguje na pohyby měnového kurzu. V rozvojových zemích je pak typický výskyt procyklické měnové politiky, ačkoliv je patrné postupné zlepšování.

Anticyklická měnová či fiskální politika, suverénní fondy pro sterilizaci části příjmů nebo užívání zajišťovacích instrumentů sice mohou pomoci zabránit volatilitě příjmů vlády, samotné však nemusí zaručit dlouhodobý ekonomický růst. V případě, že zvýšené příjmy jsou dlouhodobého charakteru, je nezbytné provedení strukturálních změn v ekonomice:

Veličinou, která je výrazně provázána právě s fiskální politikou, jsou investice. V rámci tohoto aspektu však nesledujeme jejich velikost, ale především kvalitu. Ekonomové se v literatuře shodují, že je klíčové, aby byly realizovány takové vládní investice, které garantují dlouhodobou udržitelnost ekonomického růstu. Zda se jedná o investice do domácích či zahraničních aktiv, záleží na stupni rozvinutosti dané ekonomiky. V chudších zemích může být politicky obtížné prosadit tvorbu čistých zahraničních aktiv, neboť jsou zde větší tlaky na současnou spotřebu, resp. zvyšování vládních výdajů na tvorbu infrastruktury a zlepšování úrovně zdravotnictví nebo vzdělání.

Zejména v chudších zemích, které mají menší míru diverzifikace ekonomiky a jejíž příjmy jsou závislé ve velké míře na příjmech z těžebního sektoru (viz tabulka v Příloze 2) či jiného dominantního sektoru, je zásadní směřování investic právě do budoucí diverzifikace ekonomiky tak, aby se snížila její zranitelnost, jež je v případě nerostných zdrojů důsledkem vysoké citlivosti na změnu jejich ceny. Jedině tak lze zajistit udržitelnost růstu ekonomiky. Investice by pak měly směřovat nejen do tvorby fyzického kapitálu, tj. nové (efektivní) infrastruktury či nových technologií, ale zejména do kapitálu lidského, tj. hlavně úroveň vzdělání. Vzdělanější pracovní síla je totiž mobilnější napříč sektory a může zajistit lepší předpoklady pro diverzifikaci ekonomiky směrem k průmyslu či službám. Dobrým příkladem může být Jižní

Korea, jež úspěšně investovala do vzdělání, nebo Malajsie, která je bohatá na cín, ropu a zemní plyn. Ačkoliv jsou příjmy z tohoto sektoru kontrolovány vládou, která expandovala až na 42 % HDP (Coutinho, 2011), byly v minulosti investovány právě směrem k diverzifikaci ekonomiky, a to nejdříve směrem k zemědělství (palmový olej, dřevo) a poté k průmyslu (elektronika, chemický a textilní průmysl). V roce 2015 se Malajsie nacházela na 69. místě v žebříčku velikosti HDP na hlavu, což je výrazně lépe, než jiné státy s přírodním bohatstvím.²⁷

V rámci investic je však vždy třeba brát v úvahu absorpční kapacitu ekonomiky a podle ní část zdrojů směřovat do tvorby čistých zahraničních aktiv, dokud nebude možnost je efektivně využít v domácí ekonomice.

J. M. Corden (2012) ve své práci, která aktualizovala problematiku holandské nemoci v reakci na komoditní boom v Austrálii v letech 2003-2011, vedle obecných principů doplňuje různé politické přístupy, jak zabránit negativním projevům v ekonomice. Jedním z nich je nedělat nic a nechat trh působit svými přirozenými vyrovnávacími procesy. Vláda sice může napomoci těmto vyrovnávacím procesům, např. zlepšováním úrovně vzdělání infrastruktury, mobility pracovní síly asistence při nezaměstnanosti apod., ale neměla by se pokoušet jej zastavit přílišnými intervencemi směřovanými k ochraně konkrétních sektorů, ale naopak ekonomice ponechat určitou míru flexibility.

Jiným principem již výše zmíněným, který Corden ale pro vyspělejší státy nedoporučuje, je politika protekcionismu, tj. ochrany různých choulostivých exportních odvětví domácí ekonomiky, která doplácí na dlouhodobé strukturální změny. Již bylo řečeno, že stejné stanovisko zaujímá dlouhodobě také Světová obchodní organizace. Problémem je zejména určení, která odvětví mají být chráněna a která nikoliv - zde je pak riziko rozhodující síly určitých zájmových skupin. Protekcionismus navíc snižuje import, což vede k zhodnocení domácí měny (pokud by například byla chráněna všechna průmyslová odvětví, došlo by k výraznému zhoršení efektu holandské nemoci).

Dalším řešením je fiskální přebytek v kombinaci s nižšími úrokovými sazbami. Tyto snížené sazby mají za následek odliv kapitálu²⁸, který tlumí apreciaci, a chrání tím tak ohrožená exportní odvětví. Přebytek rozpočtu pak lze vytvořit například zvýšením daňové zátěže, a tedy i snížení agregátní poptávky, jež také snižuje riziko přehřátí ekonomiky. Tento přebytek by ale

²⁷ <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>

²⁸ Resp. nezvýšení importu kapitálu.

neměl být použit k financování domácích investic, které by tak snižovaly předchozí deflační efekty.

Jako ideálním řešením se jeví zdanění těžebního sektoru. Corden však dospívá k překvapivému závěru, že tento způsob sice přináší určité benefity, ale nenapomáhá snížení efektu holandské nemoci, neboť velká část těžebního sektoru je vlastněná zahraničními subjekty (až 4/5). Daň uvalená na vyplacené dividendy by tak neměla vliv na výši outputu těžebního sektoru a tím ani na výdajový efekt. Muselo by se tedy jednat o takovou daň, která by byla schopna ovlivnit výši outputu sektoru, tím by se ekonomika ale okrádala o benefity komoditního boomu. Lepším řešením by tedy mělo být spíše snížení státních výdajů, které redukuje spotřebu a vytvářejí přebytky rozpočtu, přestože je tato možnost velmi obtížně politicky prosaditelná.

Jako nejvhodnější možnost Corden uvádí vytvoření suverénního fondu po vzoru Norska nebo Chile, a to v kombinaci s vytvořeným fiskálním přebytkem a nízkými úrokovými sazbami. Takovýto fond by vytvořil dostatečné míry úspor pro případ budoucích výkyvů. Zdůrazňuje ale, že fond by měl investovat výhradně v zahraničí tak, aby plně sterilizoval příjmy a diverzifikoval ekonomiku.

Závěrem této kapitoly o zmírnění efektu holandské nemoci tedy lze říci, že ekonomická teorie nemá jednoznačný recept na to, jak naložit s prudkým přílivem kapitálu. Lze ale shrnout základní poznatky na základě empirických zkušeností různých zemí. Jedná se zejména o dobrý institucionální rámec omezující možnosti korupce či neefektivní alokace zdrojů, fiskální a měnová politika omezující pozitivní korelaci příjmů a výdajů a zabraňující tak výdajovému efektu (způsobujícímu apreciaci měny) a investiční politika směřovaná k tvorbě udržitelného fyzického a lidského kapitálu a diverzifikace ekonomiky.

3.8 Příklady výskytu holandské nemoci

Tato kapitola slouží k ilustraci příčin a projevů holandské nemoci na výběru konkrétních zemí. Jak již bylo řečeno, klasická teorie Cordena a Nearyho předpokládá její výskyt primárně v zemích bohatých na přírodní zdroje. Ačkoliv z výše zmíněných příčin (autoritářské režimy, menší rozvinutost finančních trhů, procyklická měnová a fiskální politika) jsou na projevy holandské nemoci náchylnější spíše chudší země (např. Chile, Venezuela, Botswana, Malajsie, Nigérie a další), není třeba ohlédnout se příliš do minulosti pro nalezení případů i ve vyspělých diverzifikovaných ekonomikách. Nejvíce se v posledních letech mluvilo o Austrálii, Norsku či Kanadě. Byly vybrány nejen země, u nichž byly projevy holandské nemoci velmi silné, ale i ty,

kteřé byly schopny je minimalizovat a vytěžit tak ze svého přírodního bohatství maximum pozitivního.

3.8.1 Saúdská Arábie

Saúdská Arábie tvoří jádro Arabského poloostrova a v současné době je největším světovým exportérem ropy. Ačkoliv je v žebříčku HDP na hlavu na 22. místě²⁹, za období 1981-2007 činí průměrná hodnota růstu HDP pouhých 1,8 % (Coutinho, 2011).

Ekonomice po dlouhou dobu téměř zcela dominoval ropný sektor, jehož příjmy činily ještě v roce 2004 84 % vládních příjmů a 46 % HDP. Export ropy zaujímal v témže roce 88 % hodnoty celkového exportu země (zatímco v průběhu 70. let, kdy se cena ropy vyšplhala až na 110 USD za barel, to bylo až 99 % exportu!) (Rodriguez, 2006). Tyto zvýšené příjmy vedly zejména v letech 1973-1976 k reálné apreciaci saúdského rialu, což je v souladu s teorií holandské nemoci. Jelikož reálná apreciacie se dostává do ekonomiky ceteris paribus skrze apreciaci nominální nebo růst domácí cenové hladiny, v důsledku nepohyblivého kurzu saúdského rialu dosáhla inflace v roce 1975 až 35 % nebo 11 % v roce 2008 (WDI, 2016). Vztah mezi cenou exportované komodity, zvýšenými příjmy ekonomiky a následnou zvýšenou agregátní poptávkou je na tomto příkladu tedy zřejmý. Jako důvod, proč Saúdská Arábie zvolila režim fixního kurzu ve formě pegu na americký dolar, uvádí zejména silné obchodní vazby právě na USD a také zaujímá stanovisko, že inflační cílování není vhodným nástrojem pro rozvojové země exportující přírodní zdroje s volatilními toky kapitálu. Namísto toho má být ke stabilizaci ekonomického růstu využívána anticyklická fiskální politika (Al-Hamidy, 2011).

V případě Saúdské Arábie však nedošlo k deindustrializaci, ale spíše naopak díky vládnímu programu rozvoje průmyslu v oblasti zpracování nerostných surovin (Doucet, 2004). V zemědělství došlo k poklesu zaměstnanosti, ale díky zvyšování produktivity práce se zvýšil produkt v období 1981-1994 pětinasobně (Rodriguez, 2006). Zemědělská produkce navíc stačí pouze na domácí spotřebu a není exportována (Bluenomics, 2016). Úbytek zaměstnanosti tak odpovídá Palmovu pojetí deindustrializace v důsledku přirozeného vývoje ekonomiky.

Co se však v současné době jeví jako nešvar saúdskoarabské vlády, je alokace velké části zvýšených příjmů do zvýšení absorpce skrze veřejné výdaje, a to zejména do infrastruktury s nízkou mírou návratnosti a dále do expanze veřejného sektoru, jehož výdaje korelují s výnosy z těžby ropy. V současné době je tak až 90 % pracovní síly zaměstnáno ve veřejném sektoru.

²⁹ <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>

Vláda zároveň v roce 2011 zavedla štědrý sociální systém, který v roce 2015 (tedy po poklesech ceny ropy ze střednědobého maxima v roce 2013) způsobil deficit veřejných financí rekordních 98 mld. USD, tj. 16 % HDP³⁰, a poprvé od roku 1998 také deficit běžného účtu, a to ve výši 8,2 % HDP (Bluenomics, 2016). Značně se tak ztenčily devizové rezervy a vláda byla nucena vydat poprvé od roku 2007 státní dluhopisy.³¹

V dubnu 2016 vláda zveřejnila plán reforem, který je cílený především na diverzifikaci ekonomiky směrem k petrochemii, informačním technologiím³² a energetice a snížení ekonomické závislosti na těžbě ropy a veřejném sektoru podporou rozvoje sektoru soukromého. Dále je plánováno snížení státních subvencí, zvýšení cen základních surovin, jako jsou voda, elektřina nebo benzín, a zvýšení daní.³³ Pro rok 2016 je pak predikováno zpomalení růstu HDP na výši 1,2 %.³⁴

Saúdská Arábie tedy může být považována za příklad prokletí přírodních zdrojů, avšak není typickým příkladem holandské nemoci, neboť expanze ropného sektoru zde díky vhodné politice nezpůsobila úpadek průmyslu.

3.8.2 Nigérie

Za jeden z nejhorších případů holandské nemoci je naopak považována Nigérie, která v minulosti vykazovala téměř všechny příčiny negativních projevů prokletí přírodních zdrojů. Zatímco ve statistice HDP se jedná o 24. největší ekonomiku světa, v HDP na hlavu je až na 180. místě s pouhými 2 800 USD³⁵, a to navzdory faktu, že je 6. největším světovým exportérem ropy (4,8 % produkce v roce 2015).³⁶ Na negativním ekonomickém vývoji se podílela především politická situace po 2. světové válce, kdy docházelo k ozbrojeným převratům (1966), celonárodní občanské válce v letech 1967-1970, střídavým vojenským diktaturám až do roku 1999 a setrvalé vysoké míře korupce.

Boom v oblasti těžby ropy v 70. letech učinil z Nigérie jednoho ze světových leaderů v její produkci, která byla plně pod kontrolou státu. Na rozdíl od např. Indonésie, která využívala

³⁰ <http://econlife.com/2016/02/the-dutch-disease-that-saudi-arabia-and-venezuela-share/>

³¹ <http://www.brookings.edu/research/opinions/2015/12/30-saudi-arabia-economic-time-bomb-alkhatteeb>

³² Spolu s japonským telekomunikačním gigantom SoftBank Group v současné době zakládají investiční fond SoftBank Vision Fund, který by se měl během 5 let stát největším světovým investorem v oblasti IT. Více na: http://technet.idnes.cz/softbank-vision-fund-0rx-/tec_technika.aspx?c=A161014_132252_tec_technika_erp

³³ <https://www.theguardian.com/world/2016/jun/05/saudi-arabia-reform-plan-approved-economic-council-vision-2030>

³⁴ <http://sputniknews.com/middleeast/20160728/1043729739/us-saudi-gdp-imf.html>

³⁵ <http://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=67>

³⁶ <http://www.worldstopexports.com/worlds-top-oil-exports-country/>

příjmy z ropy k podpoře zemědělství, vedl v Nigérii nárůst cen ropy k zanedbávání a úpadku tradičních odvětví (Bature, 2013). Podíl zemědělství tak rapidně poklesl z 63 % HDP (1960) na 20,6 % (1980), zatímco ropný sektor vzrostl z 2 % na 29 % HDP (Gould a Kapadia, 2007). Došlo zde také k paradoxní situaci, kdy jako jeden z největších exportérů ropy musí zpět dovážet ropu rafinovanou. Ekonomika se tak stala téměř plně závislá na exportu ropy (v roce 2005 generoval 50 % HDP, 90 % exportu a 80 % vládních příjmů) a v průběhu 70. let rapidně zvyšovala své vládní výdaje až na 60 % HDP v roce 1980, které však po poklesu cen ropy poklesly zpět na 20 % v roce 1984 (Budina et al., 2006). Nigérie tak v podstatě praktikovala pasivní fiskální politiku, která byla silně pozitivně korelovaná s příjmy z těžby. Situace se nezměnila ani po následující desetiletí. Problémem pak byl hlavně fakt, že vláda investice nesměřovala do projektů, které by generovaly určitou míru návratnosti.

Během poklesu cen ropy v 80. letech vzrostl podíl zahraničního dluhu, zejména v souvislosti s velkou mírou korupce a špatného institucionálního rámce, ze 4,3 mld. USD na 11,2 mld. USD, a devizové rezervy byly téměř vyčerpány v období 1981-1983 (Budina et al., 2006). Neustálé odkládání splátek pak vedlo v roce 1984 k odříznutí Nigérie od mezinárodních kapitálových trhů na další dvě desetiletí. Poslední dohoda o odpuštění dluhu proběhla s věřiteli z tzv. Pařížského klubu v roce 2005, kde jí bylo odpuštěno 60 % dluhu (z 35 na 5 mld. USD).

Demokratizací Nigérie v roce 1999 byl učiněn první krok k řadě nápravných opatření. Proběhly fiskální reformy s cílem oddělit státní výdaje od příjmů z ropy a rostoucí výnosy z těžby po roce 2000 dostaly zemi do přebytku státního rozpočtu v roce 2004 (v roce 2005 až ve výši 10 % HDP, bylo to ale způsobeno zejména růstem cen ropy), byl rovněž vytvořen plán na implementaci flexibilního měnového kurzu, plán na zlepšení infrastruktury, na podporu zemědělství a také bezpečnosti. I přesto je ale ekonomika nadále závislá na příjmech z ropy, což se projevilo například největším hospodářským poklesem od roku 1991 v prvním kvartálu roku 2016 v důsledku pádu cen ropy.³⁷

Nigerijská naira byla v režimu peg na USD. Neflexibilní kurz tak měl za následek zvýšení míry inflace jakožto kanálu reálné apreciacie. V důsledku růstu výdajů, a tím i růstu relativních cen a mezd v neobchodovatelném sektoru se alokace zdrojů přesměrovala do tohoto sektoru. Z toho případu by bylo možné učinit závěr, že volatilita vládních výdajů vyžaduje flexibilní měnový kurz, který by akomodoval negativní šoky (Budina et al., 2006).

³⁷ <http://qz.com/689790/charts-africas-biggest-economy-is-shrinking/>

Ve snaze čelit klesajícím cenám ropy vedoucím k poklesu hodnoty nairy, zvýšené ceně importovaných statků a tedy spirálové inflaci a zpomalení růstu The Central bank of Nigeria v červnu roku 2016 změnila kurzový režim na floating. Hned první obchodní den měna depreciovala o 31 %.³⁸ Ve střednědobém horizontu se ale očekávalo zhoršení HDP ohrožující pozici Nigérie coby největší africké ekonomiky, které bylo naplněno (Nigérii předběhla JAR). Je však očekávána stimulace ekonomické aktivity, která byla doposud tlumena nadhodnocenou měnou. Dále se očekává v dlouhodobém horizontu apreciacie v důsledku kapitálových toků, zvýšení míry investic a zlepšené pozice exportérů a sníženého importu, díky kterému by se měla zvýšit poptávka producentů po surovinách od lokálních dodavatelů. V dlouhém období by se tam měl ekonomického růstu zlepšit.³⁹

3.8.3 Mexiko a Indonésie

Dalším „dobrým“ příkladem, jak rozdílně může konzistence managementu zvýšených příjmů z přírodního bohatství determinovat ekonomický vývoj, jsou Indonésie a Mexiko. Druhý jmenovaný reprezentuje neúspěšnou strategii. Obě země zaznamenaly v 70. letech expanzi těžby ropy a v současnosti je Mexiko 13. největším světovým exportérem (2,4 % produkce) a Indonésie 25. (0,8 %). V minulosti byly zároveň obě země v podobné míře závislé na svém primárním sektoru. Na základě ropného boomu pak v případě Mexika došlo k prudké ekonomické expanzi doprovázené vysokou inflací, která měla dopad na produkci tradičních exportních odvětví - nejvíce zemědělství a zpracovatelský průmysl. Indonésie zažila podobný boom, avšak v kontrastu s vývojem Mexika se zde neprojeví příznaky holandské nemoci v podobě kontrakce netěžebních odvětví v takové míře, v dalších letech jí dokonce rostl podíl průmyslových odvětví na exportu, jak lze vidět v Tabulce 1 (Bluenomics, 2016).

³⁸ <http://qz.com/712371/nigerias-naira-is-tumbling-after-a-currency-float-but-thats-a-good-thing/>

³⁹ <http://www.dailymail.co.uk/wires/afp/article-3650271/Nigerias-naira-plunges-free-float.html>

Tabulka 1: Struktura exportu zboží Mexika a Indonésie (1972, 1982, 1992)

	Mexiko			Indonésie		
Podíl na exportu (v %)	1972	1982	1992	1972	1982	1992
Jídlo a živá zvířata (SITC 0,1,4,22) ⁴⁰	42,5	8,0	7,1	17,0	4,9	10,2
Zemědělské produkty (SITC 2)	9,8	1,2	1,4	24,6	5,8	4,7
Ruda, kovy, slitiny (SITC 27,28,68)	11,4	4,1	2,8	5,0	3,1	4,3
Paliva (SITC 3)	1,2	77,3	17,6	51,4	82,4	33,3
Průmyslové výrobky (SITC 5,6,7,8)	35,1	9,4	71,1	1,7	3,6	47,5

Zdroj: *Bluenomics, vlastní zpracování*

Usui (1997) ve své analýze dospěl k závěru, že odlišnost těchto dvou zemí tkví zejména ve fiskální a měnové politice a zahraničním zadlužení. Mexická vláda nerespektovala intertemporální rozložení svých zvýšených příjmů díky zvýšené ceně ropy⁴¹ a směřovala své příjmy především do současné spotřeby (v letech 1972-1983 v průměru 73,9 % příjmů), jejíž růst byl dokonce vyšší než růst příjmů⁴², což vedlo k růstu deficitu státního rozpočtu z 3 % HDP (1972) až na 15,4 % HDP (1982) v době propadu cen ropy.

Pokud se podrobněji podíváme na kompozici výdajů, Mexiko je směřovalo především na podporu produkce ropy do státem vlastněné společnosti PEMEX a na expanzi veřejného sektoru, jež se posléze projevila na zvýšené poptávce po importu zboží, následující deficitem běžného účtu (Bluenomics, 2016), který vláda financovala zejména krátkodobými zahraničními půjčkami od USA (Coutinho, 2011). Ty vedly až k dluhové krizi států Latinské Ameriky (Brazílie, Argentina)⁴³ v roce 1982, tedy v době desinflační politiky vyspělých států projevující se mimo jiné zvýšenými úrokovými sazbami.

Naopak Indonésie v daném období investovala do současné spotřeby 55,9 % příjmů, což značí, že vyhledávala více investičních příležitostí než Mexiko a měla též vyrovnanější strukturu výdajů na podporu jednotlivých sektorů - přibližně rovnoměrně je rozložila mezi zemědělství, průmysl, dopravu, energetiku, vzdělání či regionální rozvoj (Usui, 1997) - tj. jak

⁴⁰ Standard International Trade Classification, více na:

http://unstats.un.org/unsd/publication/SeriesM/SeriesM_34rev4E.pdf

⁴¹ Indonésie 12,6 % HDP (1972), resp. 20,3 % HDP (1982), Mexiko 10,3 % HDP, resp. 16,1 % HDP ve stejných letech (Usui, 1997)

⁴² Vládní výdaje Mexika: 13,4 % HDP (1972), resp. 31,6 % HDP (1982) (Usui, 1997))

⁴³ <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/46>

neexportní, tak zejména exportní odvětví, která bývala mohla být zasažena efektem holandské nemoci.⁴⁴ Podobnou cestu diverzifikace exportu zvolila také Malajsie.⁴⁵

Rozpočet Indonésie se řídí pravidlem vyrovnaného rozpočtu, ale v praxi vytvářela de facto rozpočtové přebytky díky vytvoření fiktivní výdajové položky, která umožňovala v reálu přebytky ukládat na bankovních účtech, ačkoliv vykazovala v daném období vyrovnaný rozpočet. Nashromážděné příjmy tak napomohly zajistit udržitelnost rozvojových programů během poklesu cen komodit.⁴⁶ Zahraniční zadluženosti pak předešla tím, že vláda zakázala krátkodobé zahraniční půjčky a ty dlouhodobé pouze se schválením centrální banky a Ministerstva financí (v reakci na dluhovou krizi státem vlastněné společnosti Pertamina, která nashromáždila zahraniční dluh kvůli svým expanzivním projektům v jiných oblastech domácí ekonomiky i zahraničí, což bylo vyhodnoceno jako výsledek neregulované výše zadlužení).

Co se týče měnové politiky, obě země devalvovaly během boomu svou měnu, aby zabránily nadměrné reálné apreciaci. Mexiko tak učinilo kvůli vysoké inflaci koncem 70. let, která zvětšovala hodnotu zahraničního dluhu (devalvace proběhla v letech 1976 a 1977), zatímco Indonésie byla motivována primárně spíše zlepšením pozice exportních odvětví, která kvůli vysoké inflaci ztrácela svou konkurenceschopnost. Na rozdíl od Mexika ale byla devalvace v roce 1978 doprovázena odpovídající fiskální politikou bránící nadměrnému zvýšení domácí absorpce a její efekty byly pozitivní (výsledek je v souladu se studií IMF⁴⁷), udržujíc úroveň inflace ve srovnání s Mexikem relativně pod kontrolou.

3.8.4 Chile

Historie však ukazuje také řadu úspěšných zemí, mezi kterými byly i země rozvojové. Jednou z nejúspěšnějších je Chile, která vytváří 32 % světové produkce mědi, na níž byl v 70. letech závislý téměř celý chilský zahraniční obchod (v roce 1970 celých 88 % exportu zboží). V důsledku rozsáhlého procesu diverzifikace ekonomiky však podíl mědi na exportu klesá (56 % exportu zboží v roce 2014) (Bluenomics, 2016), stále se však jedná o vysoce profitabilní sektor, který je cílem přímých zahraničních investic. K diverzifikaci, která směřovala zpět k tradičním sektorům, jako je rybářství, ovoce, víno nebo také turismus,

⁴⁴ V zemědělství se jednalo zejména o investice do produkce rýže a souvisejících výzkumů či cenové subvence. Indonésie se tak v 80. letech stala soběstačnou v produkci rýže.

⁴⁵ Industrializace (elektronika), zemědělství (palmový olej, dřevo, kaučuk)

⁴⁶ V roce 2003 však po vzoru Maastrichtských kritérií implementovala fiskální pravidlo ročního deficitu 3 % HDP a akumulovaný veřejný dluh 60 % HDP. Více na: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/45362389.pdf>

⁴⁷ Badia a Segura-Ubiergo (2014)

pomohlo Chile několik faktorů, nejvíce však stabilita měnového kurzu a inflace spolu s relativně dobrým právním zázemím (transparentnost, vlastnická práva).

Pozoruhodná je propracovanost chilského systému fiskální politiky, která se stejně jako řada dalších zemí potýkala s nárůstem příjmů v době komoditního boomu po roce 2000 (z 5 % na 24 % všech příjmů z těžby mědi, což činí 6 % HDP (Dabán, 2010)). Z předešlých příkladů je jasné, že kdyby veškeré příjmy směřovala do současné spotřeby, riskovala by přehřátí ekonomiky a reálnou apreciaci měny. V roce 2000 však tehdejší prezident Ricardo Lagos ohlásil adopci fiskálního pravidla založeného na tzv. Cyclically-Adjusted Balance (CAB), tj. že vládní výdaje jsou určeny odhadem permanentního důchodu a případný přebytek je uložen do suverénního fondu (Berganza, 2012). Dle respektování intertemporální optimalizace pak vláda zvýšila své vládní výdaje v době, kdy cena mědi poklesla, které čerpala z rezerv vytvořených v době boomu, a zabránila tak recesi.⁴⁸

Chilská fiskální politika se řídí několika pravidly. Prvním je cílování strukturálního salda. Znamená to, že vláda smí zvýšit své výdaje pouze v případě, že zvýšené příjmy jsou strukturální, tedy trvalé. Byl předem určen plán přebytku státního rozpočtu ve výši 1 % HDP v období 2001-2007, který měl být snížen na 0,5 % HDP v roce 2008 (v reakci na světovou finanční krizi byl ale změněn na deficit 1 % HDP). Původní plán bylo dosáhnout vyrovnaného rozpočtu v roce 2009, na rozdíl od Paktu stability a růstu aplikovaného v EU zde však bylo určeno několik výjimek, kdy lze připustit deficit: (1) pokud je ekonomika v recesi či dojde k náhlému zvýšení negativního output gapu, (2) pokud cena mědi klesne pod svou střednědobou rovnovážnou cenu, pro kterou se počítá předpověď na 10 let. Zároveň vznikla nezávislá komise expertů, která v polovině každého roku počítá velikost output gapu a rovnovážnou cenu mědi. Její hodnocení jsou pak pro vládu závazná (ADB, 2016).

Výše zmíněná pravidla byla oficiálně implementována v roce 2006 v rámci Zákona o fiskální odpovědnosti. V témže roce vznikly také dva fondy - Pension Reserve Fund (PRF) a Economic and Social Stability Fund (FEES), kam jsou odčerpávány fiskální přebytky (Schmidt-Hebbel, 2014). FEES je transparentním fondem, který investuje do vysoce likvidních nízkorizikových instrumentů (např. US a japonské bondy, 30 % pak do instrumentů peněžního

⁴⁸ Dlouhodobá strategie chilské ekonomiky má kořeny v tzv. Chicago Boys, což byla skupina ekonomů působících jako ekonomičtí poradci během 70. a 80. let, kteří získali vzdělání na University of Chicago právě pod vedením Milтона Friedmana a Arnolda Harbergera. Úzká spolupráce s touto institucí pokračuje dodnes.

trhu) a který umožňuje vládě financovat fiskální deficity a vládní dluh (např. v letech 2008-2009).

V letech 2003-2008, kdy rostla cena exportu, zde byly politické tlaky na zvyšování vládních výdajů (politici argumentovali trvalým zvýšením ceny mědi), panel ale zhodnotil růst ceny jako dočasný a nařídil zvýšit míru úspor. Výsledkem tohoto opatření byl fiskální přebytek 9 %, vládě se podařilo snížit svůj dluh o 4 % HDP a dalších 12 % bylo uloženo ve fondech. To umožnilo zvýšení vládních výdajů na podporu zaměstnanosti v letech 2008-2009⁴⁹, neboť v roce 2009 nezaměstnanost dosáhla úrovně 10 %.⁵⁰ V kombinaci s měnovou politikou inflačního cílování a plovoucího měnového kurzu, který byl kanálem pro reálnou apreciaci měny, tak je fiskální politika významným nástrojem snížení makroekonomické nestability, volatility HDP, stabilních veřejných výdajů a investic, snížení závislosti na zahraničním financování během zpomalení růstu a zvýšení důvěryhodnosti na finančních trzích. To se projevuje i na ratingu Chile A+, které mají vyspělé země jako například Japonsko.

Veřejné výdaje přesto dosahují relativně vysokých hodnot - v roce 2014 to bylo 25 % HDP (TradingEconomics, 2016), směřují však do oblastí, jako je vzdělání, zdravotnictví a obrana. Od roku 2011 také vznikají programy na podporu boje proti chudobě, hendikepovaných lidí a sociální péče (ADB, 2016). Chile tak tímto makroekonomickým rámcem může dobře sloužit jako příklad pro další rozvojové státy.

3.8.5 Norsko

V 60. letech nebylo Norsko příliš ekonomicky atraktivní zemí. Jeho HDP na hlavu bylo nižší než například v Dánsku nebo Švédsku (Larsen, 2004). Ačkoliv vykazuje značnou ekonomickou podobnost se svými sousedy, v 80. letech zažilo nebývalý růst a ve výši HDP na hlavu je předstihlo a dokonce se stalo jednou z nejbohatších zemí světa. Odlišný ekonomický růst takto homogenních zemí jen stěží lze přisuzovat kulturním či institucionálním změnám, svou největší roli sehrály právě přírodní zdroje. Ještě na konci 50. let nikdo netušil, jaké bohatství se skrývá pod mořským dnem. Až na základě objevení ložisek v nizozemském Groningenu si v roce 1962 vyžádala americká těžební společnost Phillips Petroleum povolení k průzkumům na norském pobřeží. Norská vláda to ale vnímala jako pokus o získání exkluzivních práv na těžbu a o rok později žádost zamítla a implementovala novou legislativu, která povolovala subjektům průzkumy jen na základě vládní licence. Po třech letech

⁴⁹ http://knesset.gov.il/mmm/oecd/Session_5_Klaus_SCHMIDT_HEBBE.pdf

⁵⁰ <http://foreignpolicy.com/2012/06/27/chiles-countercyclical-triumph/>

neúspěšných průzkumů to byla právě Phillips Petroleum, která v roce 1969 jako první objevila v Ekofisku naleziště ropy a zemního plynu. Samotná těžba pak začala v roce 1971 a v následujících letech bylo objeveno několik dalších významných nalezišť (např. Statfjord) (Cullen, 2014). Dnes je Norsko 11. největší světový exportér ropy (3,3 % produkce)⁵¹ a 3. největší exportér zemního plynu.⁵² Odhaduje se, že již bylo vytěženo 40 % zásob a zbytek vystačí ještě na dalších 60 let.⁵³

V prvních 20 letech byly zvýšené příjmy z těžby investovány zejména do těžebního průmyslu. V očekávání možných budoucích poklesů je však vláda začala ukládat v největším fondu přírodních zdrojů na světě - Government Pension Fund - jehož hodnota byla v roce 2014 závratných 850 mld. USD.⁵⁴ Jeho kořeny sahají do roku 1983, kdy bylo bývalým guvernérem norské národní banky navrženo vytvoření fondu. Jednání ale trvala několik let a až v roce 1990 vznikl Government Petroleum Fund, jehož cílem bylo investovat své finanční prostředky do zahraničních aktiv. Ten se následně v roce 1996 přejmenoval na Government Pension Fund (GPF), který byl rozdělen na dvě nezávislé jednotky - GPF Global, jenž je de facto původním Government Petroleum Fund, a dále GPF Norway, který investuje své prostředky pouze do domácích aktiv.

GPF Global je řízen norskou centrální bankou a jeho primární misí je zaručit bohatství pro budoucí generace. Veškeré jeho příjmy jsou investovány v zahraničí (to Corden (2012) považuje za žádoucí, viz dříve) a portfolio je diverzifikováno do 3 skupin se zohledněním míry rizika a návratnosti: 60 % je investováno do akcií firem, 35 % do dluhopisů (70 % vládní a 30 % firemní) a 5 % do nemovitostí. Od roku 2001 je fond také integrován do státního rozpočtu. Ten se řídí fiskálním pravidlem, že deficit lze pokrýt jen do výše očekávaného ročního výnosu GPF 4 % p. a. (fond měl v období 1998-2015 průměrnou míru výnosnosti 5,6 %). Hodnota fondu se tak nesnižuje.⁵⁵

Na rozdíl od předešlých zemí je Norsko vyspělý industrializovaný stát - nyní 11. zemí světa v žebříčku HDP na hlavu a těžební sektor představuje 22 % HDP a 65 % exportu.⁵⁶ To je poměrně velké číslo, přesto například Larsen (2004) považuje ekonomiku za dostatečně diverzifikovanou, a to přesto, že podíl průmyslu na exportu poklesl z 57 % (1970) na 17 %

⁵¹ <http://www.worldstopexports.com/worlds-top-oil-exports-country/>

⁵² <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2251rank.html>

⁵³ <https://www.nbim.no/en/the-fund/history/>

⁵⁴ <http://www.resourcegovernance.org/natural-resource-funds>

⁵⁵ <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

⁵⁶ <http://globaleledge.msu.edu/countries/norway/tradestats>

(2014) ve prospěch těžebního sektoru (Bluenomics, 2016), jehož hodnota představovala v roce 1984 19 % ekonomické aktivity. Je tedy jasné, že zde existují jasné příznaky holandské nemoci, přesto je však Norsko považováno za příklad země, která se jejím negativním projevům částečně úspěšně vyhnula. Larsen (2004) pak uvádí důvody, proč tomu tak bylo:

- sterilizace zvýšených příjmů, rozložení spotřeby v čase prostřednictvím anticyklické fiskální politiky,
- centralizovaný mzdový systém, který zabránil výraznému růstu mezd v těžebním sektoru,
- investice do vzdělání a know-how,
- flexibilní měnový kurz umožňující udržet nízkou míru inflace.

Přesto však poslední vývoj poukázal na určité problémy. Po komoditním boomu v průběhu minulé dekády nastal propad, který postihl celou norskou ekonomiku a navzdory názorům norských ekonomů poukázal na přílišnou závislost ekonomiky na těžbě ropy. Vyjma těžebního sektoru byl v roce 2015 růst HDP pouze 1 %, což je nejhorší hodnota od finanční krize v roce 2008. Nezaměstnanost vzrostla z 3,5 % (2014) na 4,6 % (2015), a to zejména v těžebních regionech. Dalším následkem je pak pokles hodnoty směnných relací zmenšení přebytku běžného účtu z 15 % (2014) na 11 % (2015) (IMF, 2016). Vláda se proto shodla na potřebě přechodu k více diverzifikované ekonomice ve střednědobém horizontu, zejména v odvětvích netěžebního exportu.

IMF (2016) však hodnotí, že významným činitelem, díky kterému se podařilo utlumit hospodářský propad, je monetární a fiskální politika. V reakci na pokles za předešlé dva roky norská centrální banka snížila úrokovou míru (z 1,5 % na 0,5 %), což zamezilo apreciaci norské koruny zejména v době, kdy eurozóna, Dánsko či Švédsko snížily své úrokové míry do záporných hodnot. Od roku 2013 pak norská koruna depreciovala o 25 % a zajistila tak polštář pro ekonomiku, neboť zlepšila konkurenceschopnost ostatních exportních odvětví a omezila růst reálných mezd, který je klíčový pro růst jednotkových mzdových nákladů a taktéž měřítkem konkurenceschopnosti. Ačkoliv se kvůli následné zvýšené hodnotě importu zvýšila inflace ve 2. kvartálu 2016 na 3,4 %, její hodnota je stále v normě a další zvýšení se již neočekává.

Fiskální politika byla v témže období expanzivní. V reakci na hospodářský propad a růst nezaměstnanosti vláda poskytla stimuly ve výši okolo 1,1 % HDP, které opět směřovaly především do ostatních exportních odvětví spíše než do veřejného sektoru. Přesto je využíváno

pouze 2,8 % ročního zhodnocení fondu. IMF proto hodnotí tuto strategii fiskální politiky jako vhodný komplement k měnové politice, jejíž účinnost je oslabena kvůli již nízké hodnotě úrokové míry (IMF, 2016).

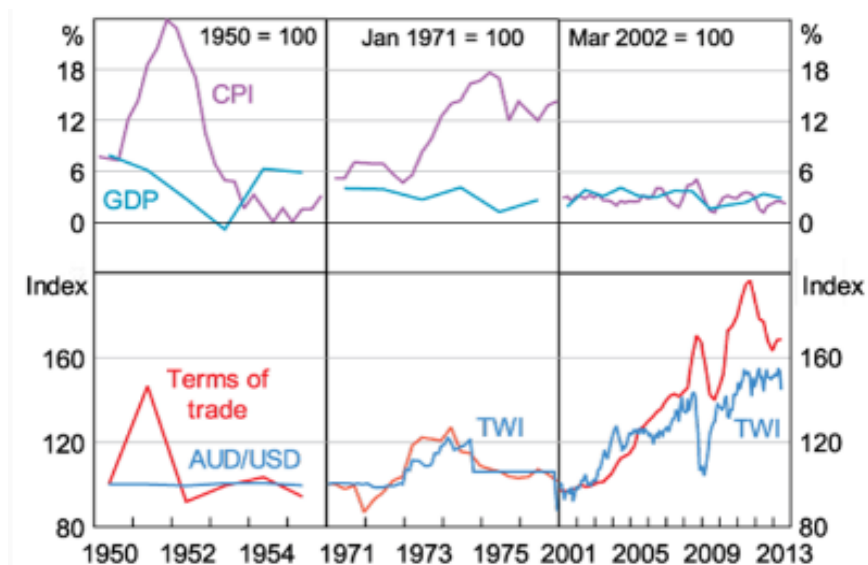
3.8.6 Austrálie

Austrálie je podobným případem vyspělé země, jejíž mezinárodní obchod a struktura ekonomiky byly významně ovlivněny nejdelším kontinuálním růstem cen komodit v historii⁵⁷, jehož vrchol jsme mohli sledovat v počátku tisíciletí. Austrálie coby exportně orientovaná země (zejména uhlí a železné rudy) do té doby nebyla považována za ekonomiku s příliš velkým potenciálem, neboť trpěla nedostatkem vyspělých informačních a komunikačních technologií. Přesto však byl její růst HDP na rozdíl od většiny vyspělých ekonomik nadprůměrný navzdory poslední globální recesi v letech 2008-2009. Růst cen uhlí a železné rudy spolu s dynamickým ekonomickým růstem Číny, která se stala hlavním obchodním partnerem Austrálie, vedl ke znovuoživení zájmu o těžební sektor, který vyvolal největší investiční boom v australské historii. To je důvodem, proč Austrálie nenásledovala vyspělé západní státy v recesi, ale zároveň se stala velmi citlivou na vývoj Číny, do níž proudí až polovina celkového exportu. Studie IMF (2014) ukazuje, že 1 % změna růstu HDP Číny se projeví na růstu HDP Austrálie ve výši 0,2 %, stává se tak de facto rizikovým faktorem.

Spolu s růstem cen exportovaných komodit se zvýšila také hodnota zahraničních směnných relací, a to o 88 % v období 2003-2011 (ABS, 2016). Takovýchto komoditních boomů zažila Austrálie ve své historii hned několik, avšak za jiných makroekonomických podmínek - jedná se zejména o rozdílnou kapitálovou náročnost na těžbu a také fakt, že měnový kurz byl od vzniku australského dolaru v roce 1966 (kdy nahradil australskou libru) fixní, a to až do roku 1983, kdy australská centrální banka přijala režim floatingu (Stevens, 2013). Tato skutečnost vedla tomu, že plovoucí měnový kurz sloužil jako kanál reálné apreceiace - v období 2001-2013 zhodnotil o 40 % (ABS, 2016). Naopak průměrná výše inflace za minulou dekádu byla 2,8 %. Jak lze vidět v Grafu 5, oproti minulým boomům působí nominální kurz jako stabilizační polštář pro absorbování šoku, který umožňuje zachovat úroveň cenové hladiny v rámci cíle centrální banky.

⁵⁷ V období 2003-2011 se RBA Commodity Price Index (index australské centrální banky reflektující váhu exportu jednotlivých komodit) zvýšil přibližně o 300 % (Connolly a Orsmond, 2011).

Graf 5:
Vývoj zahraničních směnných relací (ToT), inflace (CPI),
nominálního měnového kurzu (TWI⁵⁸) a HDP (GDP)



Zdroj: Reserve Bank of Australia (RBA)

Rostoucí investice do těžebního sektoru a jeho následná expanze až na 7 % HDP, což z něj učinilo největší část ekonomiky, měly za následek růst mezd (v roce 2008 až 6,5 % ročně (Connolly a Orsmond, 2011)) v tomto sektoru, který byl hlavní příčinou realokace pracovní síly. Efekt přesunu zdrojů je však v případě Austrálie spíše menšího významu, neboť těžební sektor zde v roce 2010 zaměstnával pouze 1,7 % pracovní síly (Corden, 2012). Za sledované období expandoval rovněž stavební průmysl či sektor služeb (z hlediska podílu na HDP), tento růst byl však pravděpodobně spojen právě s růstem těžebního sektoru. Ačkoliv lze pozorovat úpadek průmyslové výroby, jedná se o dlouhodobý trend patrný již od 60. let, kdy byla omezena protekcionistická politika ve výrobním sektoru a zvyšující se poptávka po službách přitahovala pracovní sílu do terciálního sektoru. Jedná se tak pravděpodobně o přirozený proces deindustrializace v souladu s teorií Palmy (2005) a holandskou nemoc tak nelze označit za jeho jednoznačnou příčinu. Přesto však měla nominální apreciace australského dolaru negativní vliv na řadu exportních odvětví, soudě podle prohlášení automobilky General Motors, která má v plánu v roce 2017 ukončit výrobu vozů značky Holden v Austrálii (Fiala, 2014).

Po roce 2013, kdy ceny komodit dosáhly svého historického maxima a začaly klesat (v roce 2015 o 25 %) (IMF, 2015) nyní australská ekonomika čelí transformační fázi - poklesla hodnota směnných relací, australský dolar deprecioval o přibližně 15 % (RBA, 2016), čímž

⁵⁸ Trade-weighted Index = vážený průměr kurzu měnového kurzu domácí měny a měn zahraničních, a to podle podílu na zahraničních obchodu. Více na: <http://www.rba.gov.au/statistics/frequency/weights-twi.html>.

bylo sníženo jeho nadhodnocení, což by mělo napomoci konkurenceschopnosti ostatních exportních odvětví. Na druhé straně byla naplněna hrozba ekonomické závislosti na Číně a po jejím zpomalení poklesl i růst HDP Austrálie až pod trend (2,2 % v roce 2015). Ta nyní čelí snížené agregátní poptávce a rostoucí nezaměstnanosti, která v roce 2015 dosáhla 6 %, což je největší hodnota za poslední dekádu (IMF, 2015). Předchozí inflační tlaky tak byly utlumeny - inflace v neobchodovatelném sektoru byla v roce 2015 na svém historickém minimu. Na základě tohoto vývoje se Reserve Bank of Australia rozhodla snížit svou úrokovou míru o 50 bps na současnou hodnotu 1,5 % (10/2016). Jedním z důvodů je také skutečnost, že je zde stále vysoký úrokový diferenciál mezi ekonomikou Austrálie a vyspělými státy (USA, eurozóny či Japonska), což by mohlo způsobit nežádoucí poptávku po australském dolaru, neboť hodnota reálného kurzu je i po poklesu stále považována za nadhodnocenou (IMF, 2015).

Co se týče běžného účtu Austrálie, po většinu své historie je v deficitu, a to v průměru 4 % HDP za poslední tři dekády. Přestože se v průběhu komoditního boomu zlepšil až na hodnotu 3 % HDP, v roce 2015 se v důsledku zhoršení směnných relací opět zhoršil na 4,4 % HDP (WDI, 2016). V následujících letech je ale očekáváno další zlepšení v důsledku slabšího australského dolaru a také produkční fázi investičního boomu v těžebním sektoru, kdy by se mělo zvýšit exportované množství. V posledních letech vzrostl zejména také export služeb.

Austrálie má relativně malé veřejné výdaje i dluh. V důsledku zvyšující se nezaměstnanosti a nízkého růstu mezd (snižujícího daňový výnos) se však zvětšuje vládní deficit. Přestože je dlouhodobým fiskálním cílem vrátit se zpět do přebytku, nyní je klíč ke zvýšení agregátní poptávky především podpora investic a podpora růstu produktivity práce (která by zajišťovala stejnou míru růstu mezd). Byla implementována strategie pro zvýšení zaměstnanosti - rozpočtové výdaje směřují zejména na zvýšení soukromých investic a zlepšení dopravní infrastruktury. Jedná se o největší program v historii Austrálie, který slibuje zvýšení ekonomického růstu o 1 % HDP v dlouhém období. V rámci dalších potřebných strukturálních změn v ekonomice jsou plánovány reformy zvyšující inovace a právě produktivity práce. Jedná se o reformy daňové, reformy zlepšující vzájemné vztahy mezi federálními státy zvyšující ekonomickou efektivitu, větší diverzifikaci ekonomiky nebo větší integraci s dalšími státy Asie, kde by tamní střední třída měla zvýšit svou poptávku po australském zboží a službách.

4 Holandská nemoc v měnové unii v klasickém pojetí - případová studie Kypru

Na výše zmíněných příkladech je patrné, že nerostné bohatství může být skutečně prokletím, pakliže není vytvořena a dodržována vhodná strategie zajišťující dlouhodobou udržitelnost jeho ekonomického prospěchu. Jedná se zejména o management zvýšených příjmů pomocí fiskální a měnové politiky tak, aby bylo zabráněno zvýšené absorpci a přehřátí ekonomiky doprovázenému reálnou apreciací domácí měny ve formě nominální apreciace či zvýšené inflace (zejména v neobchodovatelném sektoru). Doposud jsme hovořili o případech, kdy země disponovala vlastní fiskální a měnovou politikou, v současné době je však vysoce aktuální situace na Kypru, kde byla objevena rozsáhlá naleziště zemního plynu. Jakožto člen Evropské měnové unie (EMU) ale ztrácí jeden z nástrojů managementu, tj. monetární politiku.

4.1 Charakteristika Kypru a jeho ekonomiky

Kyperská republika se nachází na ostrově Kypr, který je třetím největším ostrovem Středozemního moře nacházející se v jeho východní části, západně od Sýrie, jižně od Turecka, severně od Egypta a východně od Řecka. Jedná se o bývalou britskou kolonii, jež získala samostatnost v roce 1960, její území je však sužováno letitými spory mezi tureckou a řeckou částí obyvatelstva. Ty vedly v roce 1974 až k vojenské intervenci Turecka, které brzy obsadilo více než třetinu ostrova, a v roce 1983 vyhlásilo separatistickou Severokyperskou tureckou republiku. Ta je však oficiálně uznávána pouze Tureckem, nikoli mezinárodně. Dnes je tak 37 % území mimo kontrolu kyperské vlády a 3 % zabírá tzv. nárazníkové pásmo, které je pod správou OSN. V takto rozděleném stavu vstoupilo celé území ostrova v roce 2004 do Evropské unie. Turečtí Kypřané, kteří tvoří zhruba 18 % z celkových 865 900 obyvatel (2014) (MZV, 2016) jsou tak jejími občany, neboť jsou oficiálně státními příslušníky Kyperské republiky jakožto členského státu, přestože žijí v části ostrova, jež fakticky kontroluje jiná vláda. Tato práce však pod pojmem Kypr uvažuje pouze státem kontrolovanou část ostrova.

Kypr je klasifikován Mezinárodním měnovým fondem jako vyspělá ekonomika, která je v současnosti na 57. místě v žebříčku HDP na hlavu⁵⁹ a 32. v HDI (HDR, 2015). Jedná se o malou otevřenou ekonomiku, která od získání nezávislosti prošla dynamickým vývojem a během posledních 30 let se transformovala na tržně orientovanou ekonomiku s moderní infrastrukturou, které dominuje flexibilní podnikatelské prostředí a sektor služeb. Ten tvoří

⁵⁹ <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>

zhruba 87 % HDP a 70 % zaměstnanosti (Bluenomics, 2016). Nejdůležitějšími dílčími sektory jsou turismus, finanční služby a trh s nemovitostmi. Menší část pak zaujímá sektor zpracovatelského průmyslu (přibližně 10 % HDP a 27 % zaměstnanosti). Malý podíl tvoří produkce citrusů, brambor a dalších plodin. Země je nyní potravinově soběstačná, trpí však dlouhodobým nedostatkem pitné vody a dosud nedisponovala žádným přírodním bohatstvím, což znamená nutnost dovážet veškerá paliva. Hlavními obchodními partnery jsou Řecko, Velká Británie a Izrael. Co se týče obchodní bilance, je Kypr v deficitu přibližně 5 mld. USD ročně (3 % HDP).⁶⁰ Největší část exportu zboží (který roste o přibližně 5 % ročně) tvoří léky, rafinovaná ropa a zemědělské produkty.

Po rychlém ekonomickém růstu v 80. letech (průměrný růst byl 6,1 % (WDI, 2016)) nebyl vývoj v 90. letech tak jednoznačný - v roce 1992 byl růst reálného HDP 9,4 %, v roce 1993 0,7 %, v roce 1994 a 1995 6,0 %, v roce 1996 1,6 % a v roce 1997 2,4 %. Tento vývoj ukazuje, jak může být ekonomika závislá nejen na výkyvech v cenách exportovaného zboží, ale i turistické aktivity, jež reflektuje ekonomickou situaci v zemích západní Evropy a Blízkého východu. Od svého vstupu do EU pak ekonomika v období 2004-2008 rostla průměrně 4 % a nezaměstnanost byla rovněž na nízké úrovni 4 %.

Během posledních 25 let se na Kypru významně rozvíjely finanční služby, jejichž podíl na HDP se zvýšil ze 4 % v roce 1995 na 9 % v roce 2010. Koncem roku 2010 pak na ostrově působilo přes 40 bank, které disponovaly peněžními prostředky ve výši 156 mld. EUR (MZV, 2016). Tento na kyperské poměry přebujelý bankovní sektor se však potýkal s velkým objemem nesplacených úvěrů, jenž se v roce 2011 vyšplhal až na přibližně 50 %. Ty spolu s přílišnou expozicí tří největších kyperských bank (Bank of Cyprus, Cyprus Popular Bank⁶¹ a Hellenic Bank) vůči řecké ekonomice a odpisem dluhů řecké vlády vedly k významným ztrátám jejich aktiv. Bankovní sektor na ostrově tak postihla v období 2011-2012 hluboká krize.

Insolvence bank vedla k řadě snižování ratingu mezinárodními agenturami,⁶² které mělo za následek téměř nulovou možnost půjčovat si na mezinárodních kapitálových trzích. To bylo předzvěstí žádosti kyperské vlády o podporu ze strany Evropského systému dohledu nad finančním trhem (ESFS), kterou podala v roce 2012 jako pátý stát evropské unie (po Řecku, Irsku, Portugalsku a Španělsku). Krátce po volbě prezidenta Nikose Anastasiadese v únoru 2013 pak byla uzavřena dohoda s trojicí mezinárodních věřitelů, tzv. Troikou (Evropská

⁶⁰ <http://atlas.media.mit.edu/en/profile/country/cyp/>

⁶¹ Na Kypru známá jako Laiki Bank.

⁶² viz <http://www.tradingeconomics.com/cyprus/rating>

komise, Evropská centrální banka a Mezinárodní Měnový fond), o nápravném programu, jehož součástí byl úvěr ve výši 10 mld. EUR a který obsahoval následující podmínky: (1) implementace politiky praní špinavých peněz, (2) fiskální konsolidace za účelem snížení deficitu státního rozpočtu, (3) strukturální reformy s cílem zlepšit makroekonomickou stabilitu a zvýšit konkurenceschopnost ekonomiky, (4) program privatizace státem vlastněných společností, (5) rekapitalizace finančního sektoru⁶³ - byla tak uzavřena Cyprus Popular Bank, což vedlo ke ztrátě nepojištěných bankovních depozit. Ta patřila zejména ruským podnikatelům a dalším bohatým zahraničním subjektům, které používaly Kypr jako daňový ráj.^{64 65} Současně byly zavedeny přísné restriktce a kontrola finančních toků. Po několik dalších let upadla ekonomika do hluboké krize, avšak propad byl nakonec mírnější, než se předpokládalo. Výrazně jí totiž pomohly její klíčové sektory - obchodní, účetní a daňové služby poskytované zahraničním subjektům a také opět se zvyšující turismus ze západních zemí. V březnu 2016 pak Kypr oficiálně vystoupil z nápravného programu a ukončil čerpání zahraničních půjček, přestože již od poloviny roku 2014 se postupně zlepšovala dostupnost soukromého kapitálu. Nápravný program tak významně pomohl zabránit kolapsu kyperského bankovního systému, k jeho významné redukci a také stabilizaci vládního rozpočtu. Ohrožení bank však stále trvá, neboť přetrvává vysoká míra nesplacených úvěrů. Jejich celková výše byla v září 2015 ve velikosti 160 % kyperského HDP (MZV, 2016).

Ačkoliv byla ekonomika v období 2012-2013 v recesi, kyperské vládě se podařilo pomocí úsporných opatření vytvořit v letech 2014 a 2015 fiskální přebytek a v roce 2015 byl růst HDP ve výši 1,6 %. Přesto je však rating stále v kategorii B a také přetrvává problém vysoké nezaměstnanosti, která v roce 2014 dosáhla až na 16 % a následující rok byla stále kolem 12 % (WDI, 2016). V plánu je pokračování v započatých reformách a ozdravných krocích, přičemž dohled Evropského stabilizačního mechanismu by měl trvat až do roku 2029 (MZV, 2016). Velká očekávání vzhledem k oživení podprůměrného hospodářského růstu jsou však vkládána do vznikajícího těžebního sektoru, díky kterému by mělo dojít k žádané diverzifikaci ekonomiky směrem od volatilního turismu.

4.2 Kypr jako energetický exportér

Ačkoli v Evropě v důsledku růstu podílu obnovitelných zdrojů a levného uhlí cena zemního plynu je dlouhodobě stagnující, je velmi důležitým zdrojem pro tvorbu elektřiny a tepla. Evropa

⁶³ http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp149_en.pdf

⁶⁴ <http://www.bbc.com/news/world-europe-22147643>

⁶⁵ Do roku 2012 byla korporátní daň ve výši 10 %. Více viz http://www.investment-gateway.eu/opportunities_favourable.asp

je tak dnes největším světovým importérem zemního plynu.⁶⁶ V současné době je zásobována nejvíce produkcí Nizozemska, Dánska a Chorvatska⁶⁷ a importérům mimo EU dominují Rusko (39 %)⁶⁸ a Norsko (31 %). V rámci prognóz ohledně dalšího vývoje poptávky v Evropě společnost British Petrol předpovídá rostoucí poptávku zhruba 1,8 % ročně až do roku 2035. To potvrzuje i společnost ExxonMobil, podle níž by měl zemní plyn zaujímat do roku 2040 až 30 % energetického trhu v Evropě a svou spotřebou vyrovnat uhlí.⁶⁹ Tento dlouhodobý trend je dán zejména snahou EU dlouhodobě snižovat emise CO₂ a zvyšovat podíl obnovitelných zdrojů energie. Ty mají však jen velmi omezené kapacitní limity, zemní plyn se tak díky svému nízkému obsahu CO₂ a flexibilním možnostem užití stávají vhodnějším komplementem než uhlí (a posléze i substitutem)

Do energetické mapy Evropy by však mohla výrazně promluvit oblast Středozemního moře mezi Izraelem, Egyptem a Kyprem. Právě Izrael je typickým příkladem země, která se stala během několika let energetickým exportérem poté, co ve své výlučné ekonomické zóně u svého pobřeží objevila rozsáhlá naleziště zemního plynu - nejdříve v roce 2009 v ložisku Tamar a o rok později v ložisku Leviathan, jejichž kapacita by podle odhadů z roku 2015 měla být 991 mld. kubických metrů (Stuchlík, 2015). Jen o rok později ohlásil také Kypr, že na svém jižním pobřeží objevil ložisko pojmenované Aphrodite, jež by mělo být zhruba stejně velké jako Leviathan. V současné době je již v provozu ložisko Tamar a zbylá dvě by měla začít s komerční těžbou kolem roku 2019-2020. Je uváděno, že odhadované zásoby by měly pokrýt spotřebu Izraele na 150 let a Kypru na 200 let.⁷⁰ Ačkoli je množství zásob těchto dvou zemí ve světovém měřítku relativně malé, stále probíhají další průzkumy a již v tuto chvíli je jasné, že obě země budou mít dostatek zemního plynu k pokrytí svých energetických potřeb i exportu. Izraelská vláda již v roce 2014 odsouhlasila, že 40 % produkce bude určeno k vývozu (Stuchlík, 2015), Kypr je však vzhledem k menšímu počtu obyvatel méně náročný na spotřebu a k jejímu pokrytí by mělo stačit zhruba 10 % produkce (Henderson, 2013). Yuval Steinlitz, kyperský ministr energetiky, dokonce prohlásil, že by se oblast Středozemního moře měla stát hlavním dodavatelem plynu pro Evropu a v budoucnu tak nahradit klesající produkci ze Severního moře.⁷¹ Do Evropy by se pak měl plyn dostávat v podobě plynovodu do Řecka, o

⁶⁶<http://www.forbes.com/sites/judeclemente/2016/06/19/europes-rise-in-natural-gas-demand-means-more-lng/#7aad7b1a6e5d>

⁶⁷ http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Energy_production_and_imports

⁶⁸ <https://ec.europa.eu/energy/en/topics/imports-and-secure-supplies/supplier-countries>

⁶⁹ <http://www.naturalgasworld.com/europe-and-its-options-30215>

⁷⁰ <http://www.ekathimerini.com/143896/article/ekathimerini/news/greece-cyprus-israel-to-talk-gas>

⁷¹ <http://www.naturalgasworld.com/east-med-to-become-an-important-gas-supplier-to-europe-steinlitz-31902>

kterém by se mělo rozhodnout do konce roku 2016. Zároveň Kypr jedná o vytvoření infrastruktury do Egypta, který by se měl také stát významným odběratelem.⁷²

4.3 Měnová politika v eurozóně a asymetrické šoky

Počínaje rokem 2008 vstoupila Kyperská republika do Evropské měnové unie (EMU), devět let poté, co byla Evropská centrální banka pověřena prováděním společné měnové politiky v rámci Evropského systému centrálních bank. Samotná tvorba EMU byla motivována ambiciózním cílem vytvořit jednotný evropský trh pomocí odstranění obchodních bariér, které představovala například volatilita jednotlivých kurzů. Ten měl napomoci zlepšit dostupnost na zahraniční trhy a dále tak prohloubit ekonomickou integraci a zvýšit životní úroveň obyvatel eurozóny. Kromě toho však za jejím vznikem stojí bezpochyby také politické důvody. Evropské mocnosti tak našly cestu, jak zvýšit politickou moc Evropy coby jednotné entity tím, že vytvoří politický projekt jednotné měny, jehož cílem bylo se osvobodit od závislosti na světově dominujícím americkém dolaru a vytvořit mu tak konkurenci na měnovém trhu (Constantinou et al., 2008).

Evropská centrální banka je pak centrální bankou všech 19 zemí Evropské unie, které přijaly euro. Byla na ni převedena jejich národní odpovědnost provádět měnovou politiku, jež se tak stává pro celou oblast eurozóny jednotnou. Její základní úkoly jsou podle čl. 127 odst. 2 Smlouvy o fungování Evropské unie následující:

- vymezení a provádění měnové politiky eurozóny (včetně určování hlavní úrokové sazby),
- provádění devizových operací,
- držba a správa oficiálních devizových rezerv zemí eurozóny (správa portfolií),
- podpora plynulého fungování platebních systémů (ECB, 2016).⁷³

Pro jednotlivé země usilující o vstup do EMU však může ztráta jejich autonomní měnové politiky představovat určitou výzvu v podobě reálné konvergence (teorie OCA) a splnění kritérií konvergence nominální, tzv. maastrichtská kritéria,⁷⁴ jejichž úkolem je posoudit míru ekonomické konvergence dané země, resp. její připravenosti integrovat se do EMU, aniž by přechod vyvolal makroekonomickou nestabilitu (Dědek, 2013). V průběhu existence se však ukázalo, že i přes splnění samotných nominálních konvergenčních kritérií může vstup do EMU

⁷² <http://www.naturalgasworld.com/egypt-positions-itself-at-the-center-of-a-new-energy-market-31534>

⁷³ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.cs.html>

⁷⁴ Více viz Dědek (2013)

představovat určitá rizika, která lze demonstrovat na hypotetické situaci Kypru a Německa coby dvou členů EMU a Austrálie, jež disponuje autonomní měnovou politikou.

Reserve Bank of Australia (RBA) se řídí politikou cenové stability a jako jedna z prvních zemí přijala strategii cílování inflace. Ta by se měla pohybovat v rozpětí 2-3 %.⁷⁵ Prostřednictvím změn své měnově-politické úrokové míry (tzv. cash rate) reaguje na modelově spočtenou očekávanou míru inflace, která je predikována na horizont 12-18 měsíců. V období 2008-2011 pak skokově vzrostla cena uhlí a železné rudy, jichž je Austrálie jedním z největších světových exportérů. Tento růst cen exportu spolu se zvýšenou poptávkou z Číny po těchto komoditách se následně promítl do predikce mírného přehřátí ekonomiky, a tedy i očekávání zvýšené inflace. RBA proto zvýšila svou cash rate z 3 % (2009) na 4,75 % (2010)⁷⁶. Očekávání ohledně zvýšené inflace se skutečně naplnila v roce 2011, kdy dosáhla hodnoty 3,4 % (WDI, 2016). Reakci australské centrální banky na inflační očekávání lze dobře vidět v Grafu 8a.

Naproti tomu Kypr se vstupem do eurozóny vzdal své měnové politiky, což by mohlo mít vážné důsledky v případě šoku v podobě náhlého zvýšení příjmů do ekonomiky (buďto formou zvýšeného množství exportu nebo v tomto příkladu růstu ceny exportované komodity, tj. zemního plynu⁷⁷). V Grafu 6 je tento jev vyznačen posunem křivky agregátní poptávky z AD do AD' . V případě existence vlastního flexibilního měnového kurzu by mělo dojít k nominální apreciaci. K té však za jinak stejných okolností dojít nemůže, neboť Kypr má být jednou z mála zemí, která by exportovala zemní plyn, ostatní státy eurozóny jsou importéři. V takovém případě se zužují kanály reálné apreciace - zvýšená agregátní poptávka se tak projevuje skrze inflační tlaky, na které by měla autonomní centrální banka reagovat zvýšením úrokové míry, aby utlumila výdaje v ekonomice. Tento vztah vysvětluje úrokový transmisní mechanismus, podle kterého by mělo na základě zvýšení měnově-politické úrokové sazby dojít ke zvýšení sazeb na mezibankovním trhu, které by mělo být následováno zvýšením sazeb komerčních bank pro poskytování úvěrů a přijímání vkladů. Výsledkem by pak mělo být utlumení investiční aktivity⁷⁸ a tím tak i inflačních tlaků (ČNB, 2016).

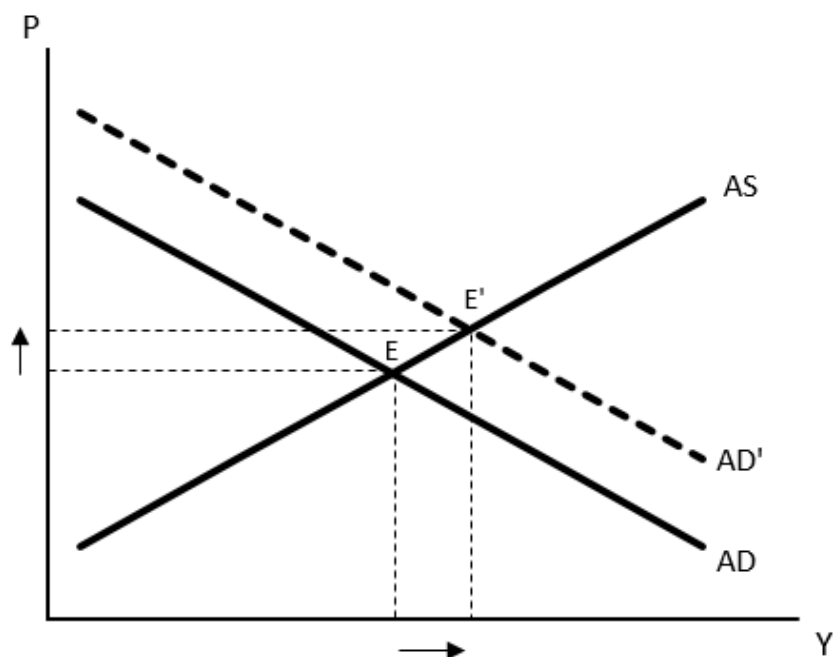
⁷⁵ <http://www.rba.gov.au/monetary-policy/about.html>

⁷⁶ <http://www.rba.gov.au/statistics/cash-rate/>

⁷⁷ Kypr zde vystupuje v pozici price-takera. Připomeňme zde nízkou elasticitu poptávky po primárních komoditách, neboť k nim neexistuje blízký substitut.

⁷⁸ Která je součástí agregátních výdajů (Soukup et al., 2010)

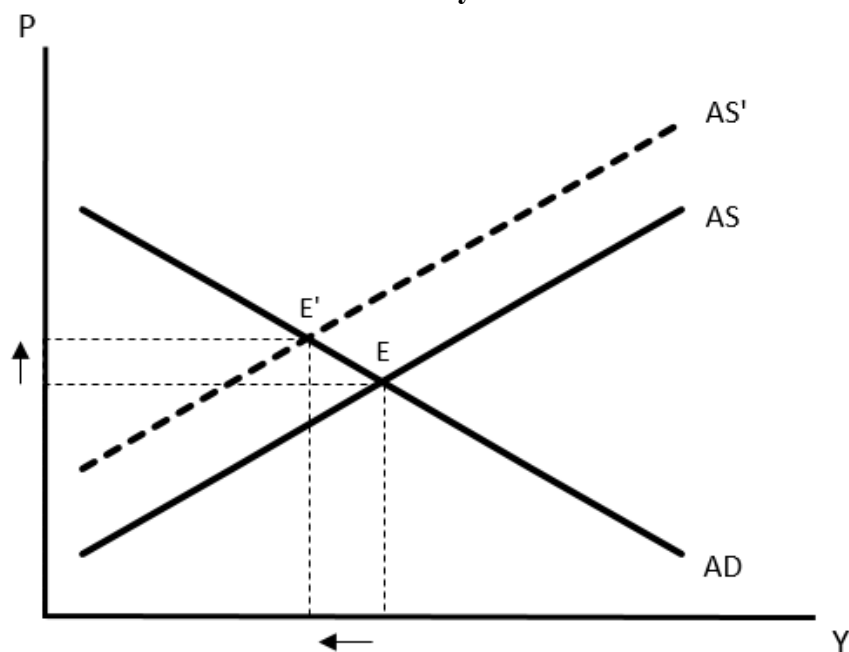
Graf 6: Kypr - poptávkový šok v modelu AD-AS



Zdroj: Soukup et al. (2010), vlastní zpracování

Naproti tomu v případě Německa coby importéra zemního plynu by na základě růstu jeho ceny mělo dojít k negativnímu nabídkovému šoku (protože plyn je vstupní komodita), tj. posunutí nabídkové křivky směrem doleva z AS do AS' (viz Graf 7), což bude mít za následek pokles výstupu ekonomiky doprovázený růstem cenové hladiny (v rozsahu podle elasticity křivek):

Graf 7: Německo - nabídkový šok v modelu AD-AS

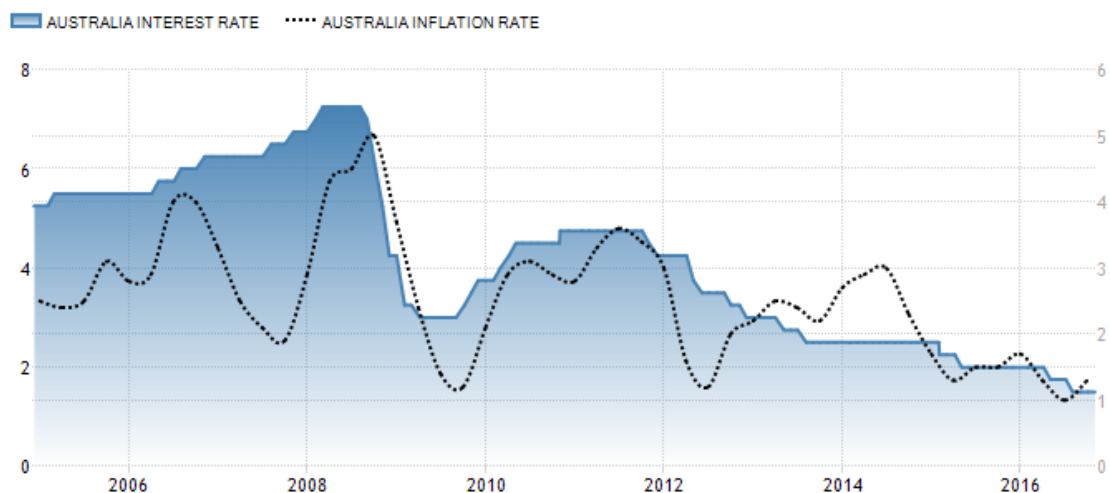


Zdroj: Soukup et al. (2010), vlastní zpracování

Jelikož se z pozice Kypru jedná o asymetrický šok⁷⁹ proti zbytku EMU, je velmi nepravděpodobné, aby na tento šok v podobě růstu cen plynu způsobující inflační tlaky na Kypru reagovala Evropská centrální banka požadovaným zvýšením své úrokové sazby. Ty jsou totiž platné na celém území eurozóny. V kontrastu se situací v Austrálii lze tento vývoj dobře vidět v Grafu 8b v období 2010-2012, kdy nedošlo k výraznému zvýšení úrokové sazby ECB:

Graf 8: Vývoj inflace a úrokové sazby (2004-2016)

a. Austrálie



b. Kypr a eurozóna



Zdroj: TradingEconomics

⁷⁹ Asymetrický šok definujeme jako takový šok, který ovlivňuje jednotlivé členy měnové unie v různé míře nebo dokonce v opačném směru (Madel, Tomšík; 2008; str. 330).

Tyto dopady asymetrických šoků na hospodářskou stabilitu jsou nejčastěji diskutovaným nákladem při začlenění země do EMU. Obecně může být jeho zdrojem například změna úrokové míry při rozdílném věřitelském a dlužnickém postavení zemí uvnitř eurozóny⁸⁰, kdy se liší jejich požadavky na měnovou politiku. V našem případě se však jedná o šok způsobený vývojem světových cen mezinárodně obchodovaného zboží. Zmiňovaný příklad růstu ceny zemního plynu by měl mít u Kypru jakožto exportéra za následek zlepšení jeho platební bilance a zvýšení disponibilního důchodu, u ostatních členských zemí, které jsou importéry, by ale nastala opačná situace. Platí tedy, že pokud je odlišná struktura vývozu a dovozu jednotlivých členských zemí, pak jsou zde i odlišné požadavky na jejich měnovou politiku, neboť se zhoršujícími se směnnými relacemi by mělo dojít k depreciaci měny dané země vůči jejím obchodním partnerům a naopak. Měnová politika eurozóny pak tedy může reagovat pouze na takové šoky, které jsou společné všem členským zemím (Mandel, Tomšík; 2008).⁸¹

Teoretické východisko pro posuzování výhod a rizik spojených s členstvím v EMU představuje teorie optimální měnové oblasti (*optimal currency area - OCA*), jejíž základy položil v roce 1961 ekonom Robert Mundell a později byla řadou ekonomů rozšířena. Podle ní by úspěšná monetární unie měla splňovat následující předpoklady:

- vysoká vnitřní mobilita pracovní síly (tj. její schopnost se fyzicky přemísťovat, eliminace kulturních, administrativních a jazykových bariér) a její flexibilita (přizpůsobivost změnám na trhu práce) a naopak nízká vnější mobilita,
- pružnost mezd,
- sladěnost hospodářského cyklu mezi národní ekonomikou a ekonomikou měnové unie,
- obdobná struktura ekonomiky (resp. mezinárodního obchodu) a diverzifikace ekonomiky,
- sladěnost na finančních trzích,
- otevřenost v rámci mezinárodního obchodu a silné obchodní vazby na ostatní členy unie,
- mechanismus fiskálních transferů pro redistribuci peněz do oblastí, které byly nepříznivě ovlivněny předešlými třemi body (většinou ve formě daňové redistribuce do méně rozvinutých oblastí) (Constantinou et al., 2008).

⁸⁰ V případě růstu zahraniční úrokové míry dochází ke zlepšení platební bilance a zlepšení disponibilního důchodu věřitelské země (Mandel, Tomšík; 2008; str. 330)

⁸¹ Str. 330-331

Tyto faktory pak mají nahradit přizpůsobovací mechanismus flexibilních měnových kurzů (Klaus, 2000) a jsou zároveň považovány za nezbytná kritéria pro to, aby byly eliminovány negativní dopady ztráty autonomní měnové politiky. Pokud splněna nejsou, hrozí jednotlivým zemím asymetrické šoky a divergence ve vývoji. Podle teorie je však nejednoznačná vazba ekonomické integrace a sladěnosti hospodářského cyklu. Na jedné straně panuje názor, že čím více je země integrovaná (tj. existuje méně bariér obchodu) s ostatními členy, tím více synchronizovaný je jejich ekonomický cyklus. Na straně druhé se podle Krugmanovy teorie se snižujícími bariérami obchodu zvyšuje specializace výroby podle jejich komparativní výhody. Stávají se tak méně diverzifikované a také více citlivé na asymetrické šoky.

V praxi se ale v případě eurozóny objevila řada problémů, které poukazují spíše na odstředivé tendence. Jedná se zejména o odlišné míry inflace a odlišné reálné úrokové míry periferních zemí⁸² a zemí jádra, které vedly k nárůstu nerovnováh včetně nerovnováh platebních bilancí (Tomšík, 2012), dále nestabilní veřejné finance či existence mzdových rigidit a relativně nízká mobilita pracovní síly způsobená jazykovou bariérou a institucionálními a administrativními faktory (Mandel, Tomšík; 2008). V případě Kypru se jedná zejména o růst veřejného sektoru, který limituje flexibilitu fiskální politiky a produktivitu práce (Constantinou et al., 2008). Případným budoucím exportem zemního plynu pak bude porušena podmínka o podobnosti struktury zahraničního obchodu jednotlivých ekonomik. Jelikož ale Kypr nedisponuje nástroji měnové politiky, musí být nahrazena politikou fiskální. Příkladem mu mohou být dříve uvedené země jako Norsko nebo Chile, které prostřednictvím svých suverénních fondů odčerpávají část zvýšených peněžních příjmů a zabraňují tak přehřátí ekonomiky.

⁸² PIIGS = zkratka pro ekonomicky slabší členy eurozóny: Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko, Španělsko. Více viz: <http://www.investopedia.com/terms/p/piigs.asp>

5 Holandská nemoc v měnové unii v kontextu mezinárodního pohybu kapitálu

Vraťme se nyní k teoretickému výkladu holandské nemoci a připomeňme si podle Grafu 3, jaké projevy by měly nastat po zvýšení příjmů ekonomiky z exportu:

- apreciacie reálného kurzu domácí měny (skrže kanál nominální apreciacie je-li kurz flexibilní),
- růst zaměstnanosti v sektoru se zvýšenými příjmy jako projev efektu přesunu zdrojů,
- růst investic do sektoru se zvýšenými příjmy jako projev efektu přesunu zdrojů,
- inflační tlaky v neobchodovatelném sektoru jako projev výdajového efektu,
- omezení konkurenceschopnosti ostatních exportních odvětví v důsledku silné měny.

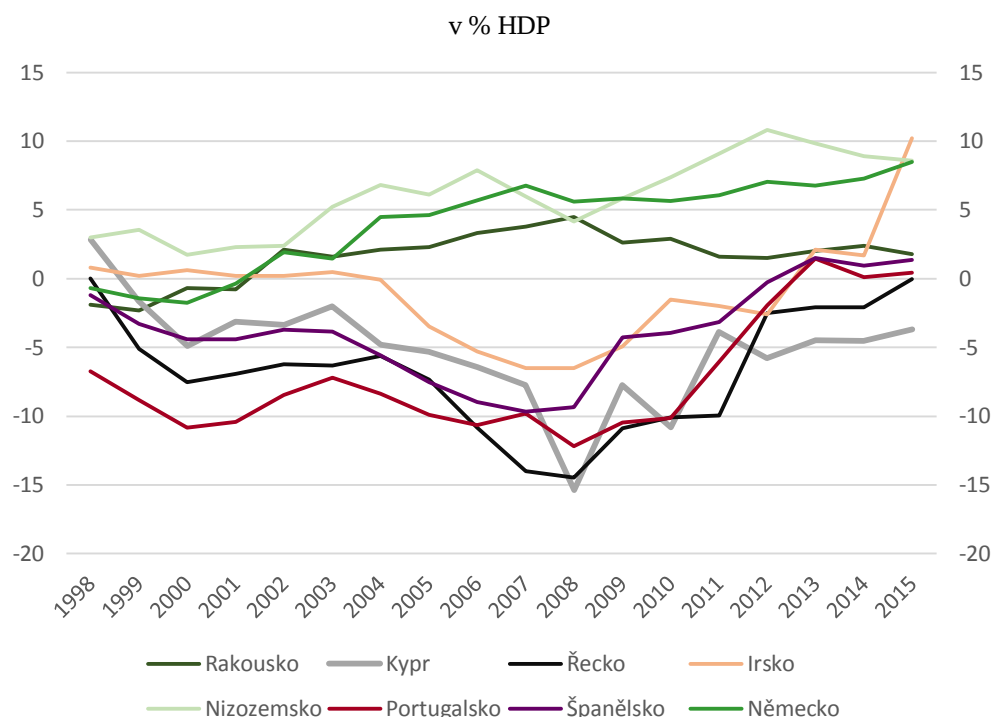
U řady dříve uvedených příkladů se v praxi také následně vyskytly problémy s deficitem státního rozpočtu při snaze zachovat zvýšenou úroveň spotřeby v případě, kdy příjmy ekonomiky z exportu poklesnou. Připomeňme případ Saúdské Arábie nebo Austrálie.

Při pohledu na výčet projevů se nám nabízí srovnání se situací zemí na periferii eurozóny⁸³, u kterých došlo po přijetí eura k určitým strukturálním změnám v jejich ekonomikách, které vedly k výrazným deficitům platebních bilancí a nejhoršímu průběhu dluhové krize, která postihla Evropu na konci minulé dekády. Tento fenomén byl analyzován celou řadou ekonomů⁸⁴, mezi kterými panuje shoda, že hluboká ekonomická krize těchto zemí byla právě krizí platebních bilancí. Ta je výsledkem jednak vnitřních faktorů (např. fiskální politika), ale i vnějších, které mají souvislost s přijetím eura.

⁸³ V této práci jsou analyzovány země PIGS (tj. Portugalsko, Irsko, Řecko a Španělsko) a Kypr. Portugalsko, Španělsko a Irsko vstoupily do EMU v roce 1999, Řecko v roce 2001 a Kypr v roce 2008.

⁸⁴ Z uvedené literatury viz Hale a Obstfeld (2014), Chen et al. (2012), Lane a Pels (2013), Cesaroni a De Santis (2015), Waysand et al. (2010), Sy (2016), Piton (2016), Batavia a Nandakumar (2016), King a Shambaugh (2013), Mandel a Tomšík (2012).

Graf 9: Balance běžných účtů vybraných zemí



Zdroj: World Development Indicators, Eurostat; vlastní zpracování

V Grafu 9 jsou zcela zřetelné deficity běžných účtů periferních zemí (až 15 % HDP v případě Řecka či Kypru) kumulující se v „předkrizovém období“ (tj. zejména v letech 1999–2007), jejichž financování se do jisté míry odráží v přebytcích zemí jádra. V této souvislosti je zmiňováno především Německo, ale také Rakousko či Nizozemsko.⁸⁵ Podle Kanga a Shambaugh (2013) lze dělit možné příčiny deficitu běžného účtu následovně:

- Domácí poptávkový šok způsobený fiskální expanzí, přílivem kapitálu či nadměrným optimismem,
- Snížení exportu v důsledku poklesu jeho konkurenceschopnosti na mezinárodních trzích.

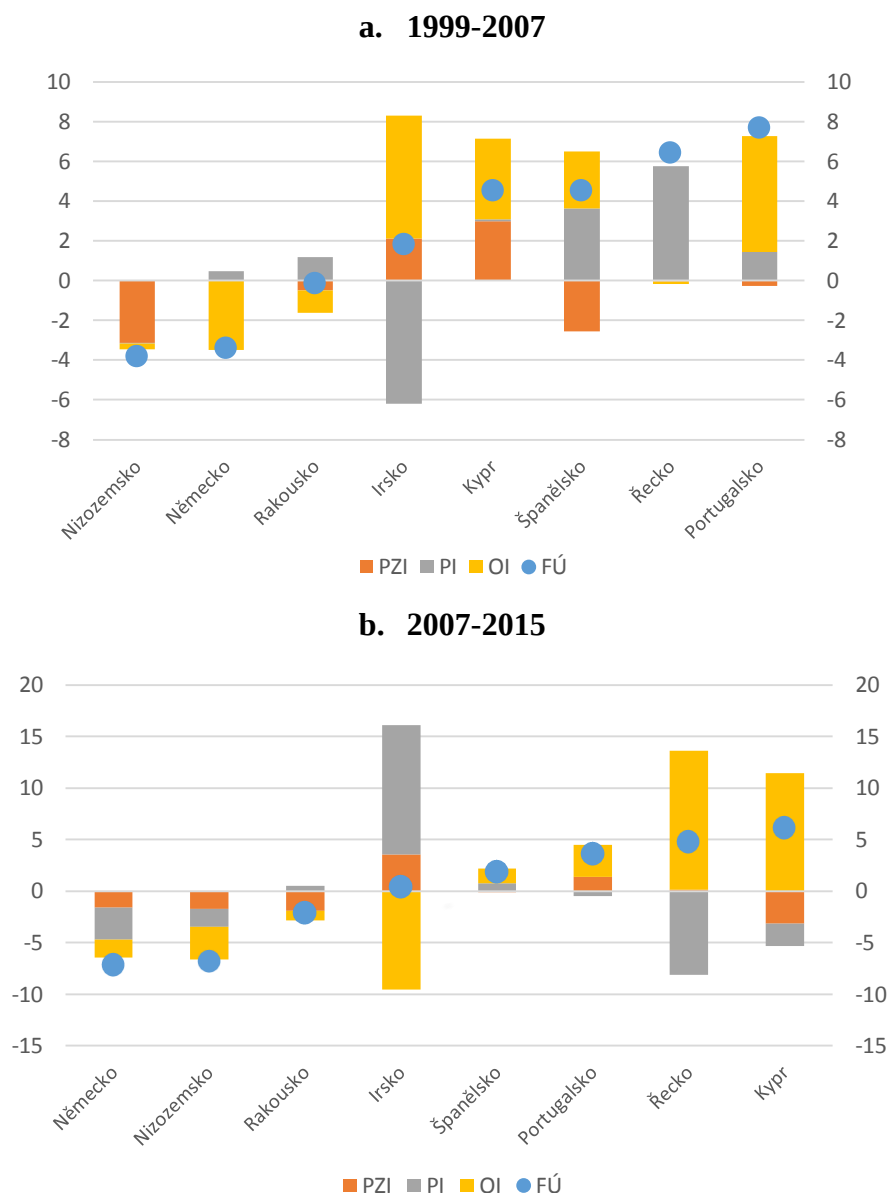
5.1 Příliv kapitálu

Prvním analyzovaným faktorem je pohyb kapitálu uvnitř EMU. Základní identita v platební bilanci nám říká, že součet běžného účtu, kapitálového účtu a chyb a opomenutí se musí rovnat finančnímu účtu. V rámci principu podvojného účetnictví tak můžeme tuto identitu chápat tak, že „*hmotné (zboží), nehmotné (služby), kapitálové a peněžní toky mezi devizovými tuzemci a devizovými cizozemci zaznamenané na levé straně základní identity se otiskují do*

⁸⁵ Specifická situace nastala u Kypru, kde významná část soukromého kapitálu proudila z Ruska díky výhodným daňovým podmínkám.

změny zahraničních aktiv a zahraničních pasiv na pravé straně identity. „Vyrovnávací“ položkou je pak zvýšení (snížení) zahraničních aktiv nebo zvýšení (snížení) zahraničních pasiv v rámci finančního účtu“ (Durčáková, Mandel, 2016). V praxi periferních zemí EMU to znamená, že deficit jejich běžného účtu byl profinancován přílivem kapitálu, jak ukazuje přebytek jejich finančních účtů v Grafu 10:

Graf 10: Dekompozice finančních účtů vybraných zemí (v % HDP)



Zdroj: AMECO, vlastní zpracování

Pozn.: FÚ = finanční účet, PZI = přímé zahraniční investice, PI = portfoliové investice, OI = ostatní investice

Pokud finanční účet dekomponujeme na přímé zahraniční investice (PZI), portfoliové investice (PI) a ostatní investice (OI), vidíme, že v „předkrizovém“ období 1999-2007 proudil do periferních zemí zejména volatilní dluhový kapitál ve formě portfoliových investic a

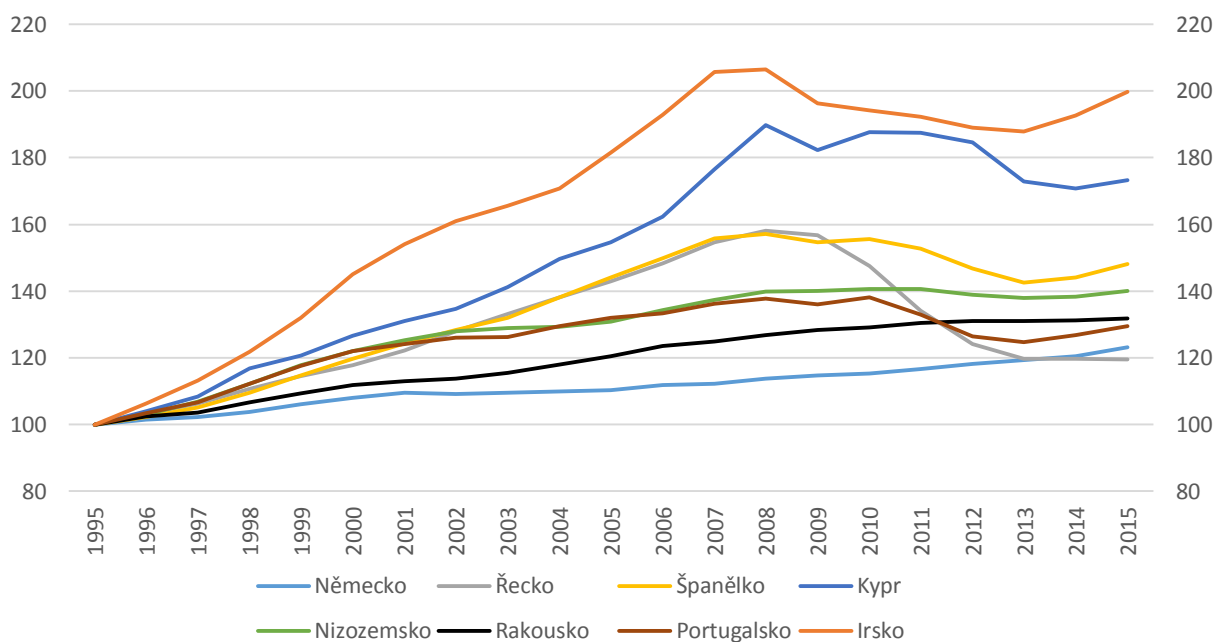
ostatních investic.⁸⁶ Jednalo se především o nákupy dluhopisů, akcií, mezibankovní depozita apod. Menší význam pak měly přímé zahraniční investice. Hale a Obstfeld (2014) zmiňují faktory, které pro periferní země EMU po přijetí eura znamenaly větší finanční otevřenost, která zapříčinila příliv kapitálu:

- pokles očekávaného rizika ze strany investorů,
- pokles transakčních nákladů a eliminace měnového rizika,
- harmonizace regulativních pravidel pro finanční instituce,
- efektivní systém zúčtování finančních operací v systému TARGET2, který se vyznačuje jednotnou refinanční sazbou a sdíleným rizikem.⁸⁷

Reálně tento kapitál v zemích periferie zapříčinil dluhovou expanzi. Jako problém se však ukázala alokace těchto zvýšených prostředků. Namísto jejich směřování na podporu obchodovatelného sektoru, který by zvyšoval dlouhodobou mezinárodní konkurenceschopnost a tím také růstový potenciál ekonomiky, byl tento kapitál alokován zejména v neobchodovatelném sektoru, a to na růst spotřeby a investic, jak ukazují Grafy 11 a 12:

Graf 11: Konečná spotřeba (vláda a domácnosti)

Index, 1995 = 100



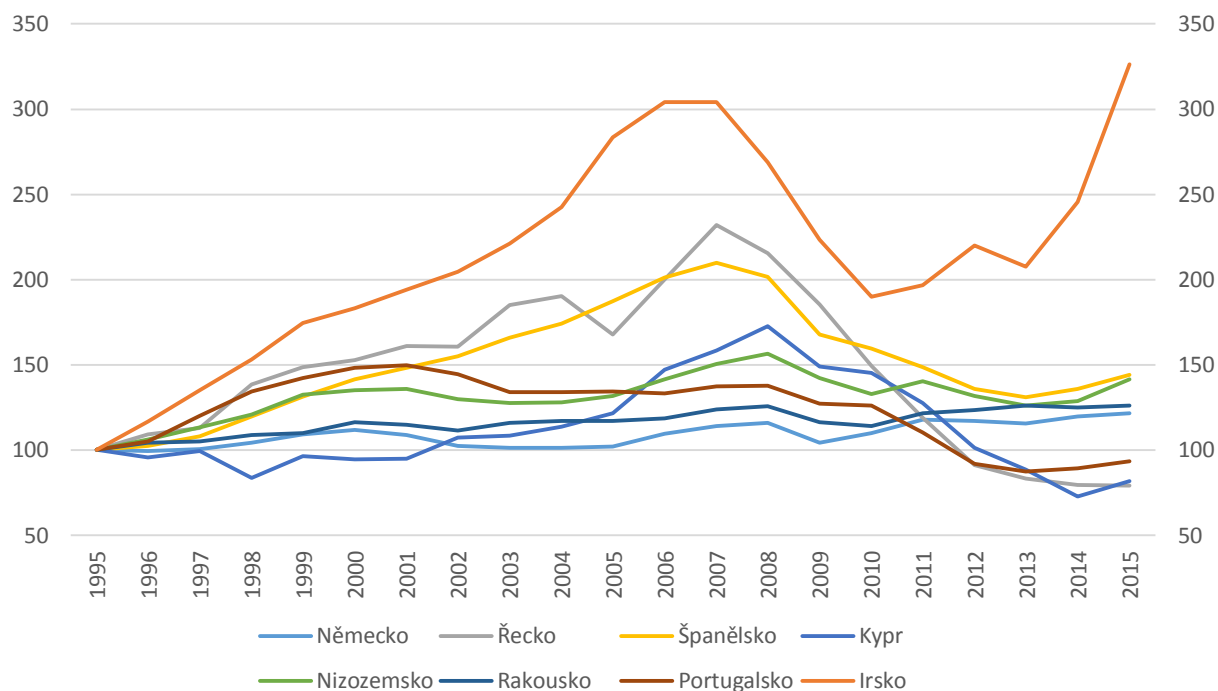
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

⁸⁶ Podrobněji viz také Šíma (2016)

⁸⁷ Tento zúčtovací celek národních centrálních bank zastřešuje Evropská centrální banka. V praxi zde docházelo k nerovnováze ve formě kumulace přebytků běžných účtů zemí jádra a deficitů periferních zemí až 600 mld. EUR. Více viz Tomšík (2012)

Graf 12: Tvorba hrubého fixního kapitálu

Index, 1995 = 100



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Z obou grafů jasně vyplývá, že země měly ve sledovaném období výrazně větší spotřebu a tvorbu hrubého fixního kapitálu než země „jádra“ (Německo, Rakousko, Nizozemsko). V případě Irska, Španělska a Řecka pak byl dluhový i nedluhový kapitál alokovan zejména do sektoru stavebnictví, kde došlo k nemovitostní bublině, jak ukazuje index cen nemovitostí v Příloze 3. Problémem je pak především skutečnost, že tyto sektory nezvyšují konkurenceschopnost a produktivitu práce.

Zde nastává analogie k holandské nemoci, podle které výdajový efekt způsobuje nárůst mezd (viz Příloha 4) zejména v neobchodovatelném sektoru (stavebnictví a služby), který v tomto sektoru vyvolává inflační tlaky, avšak může se projevit i v celkové míře inflace. Ta byla ve všech sledovaných periferních zemích v období 1998-2008 vyšší než průměr eurozóny, jak ukazuje Tabulka 2:

Tabulka 2: Průměrná míra inflace vybraných zemí (v %)

	EMU	BE	AT	FR	DE	NZ	GR	IE	PT	ES	CY
Aritmetický průměr 1998-2008	2,55	2,12	1,90	1,67	1,56	2,20	3,44	3,65	2,90	3,10	2,85

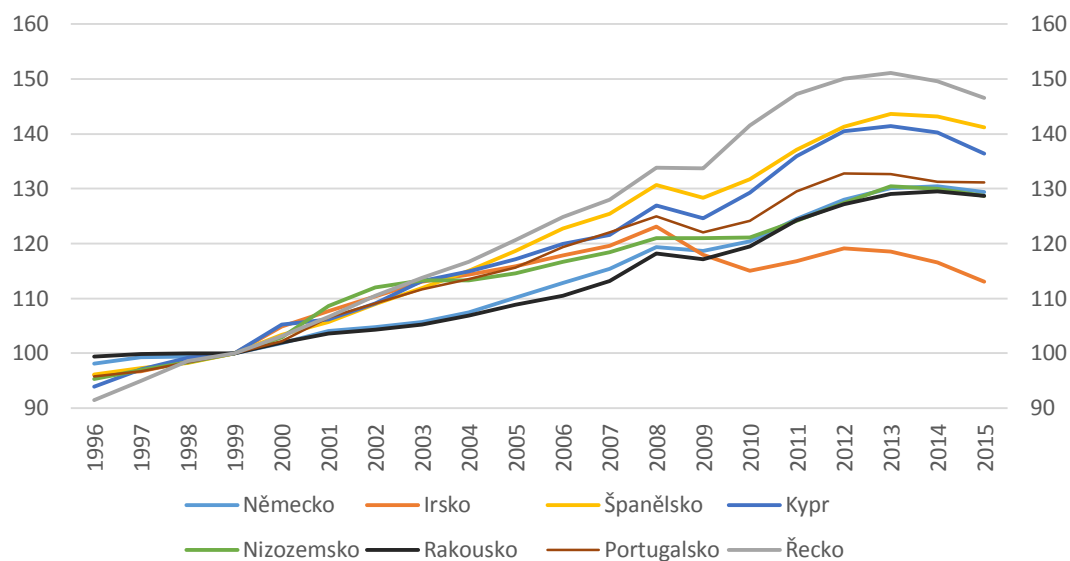
Zdroj: World Development Indicators, vlastní výpočty

Pozn.: BE = Belgie, AT = Rakousko, FR = Francie, DE = Německo, NZ = Nizozemsko, GR = Řecko, IE = Irsko, PT = Portugalsko, ES = Španělsko, CY = Kypř

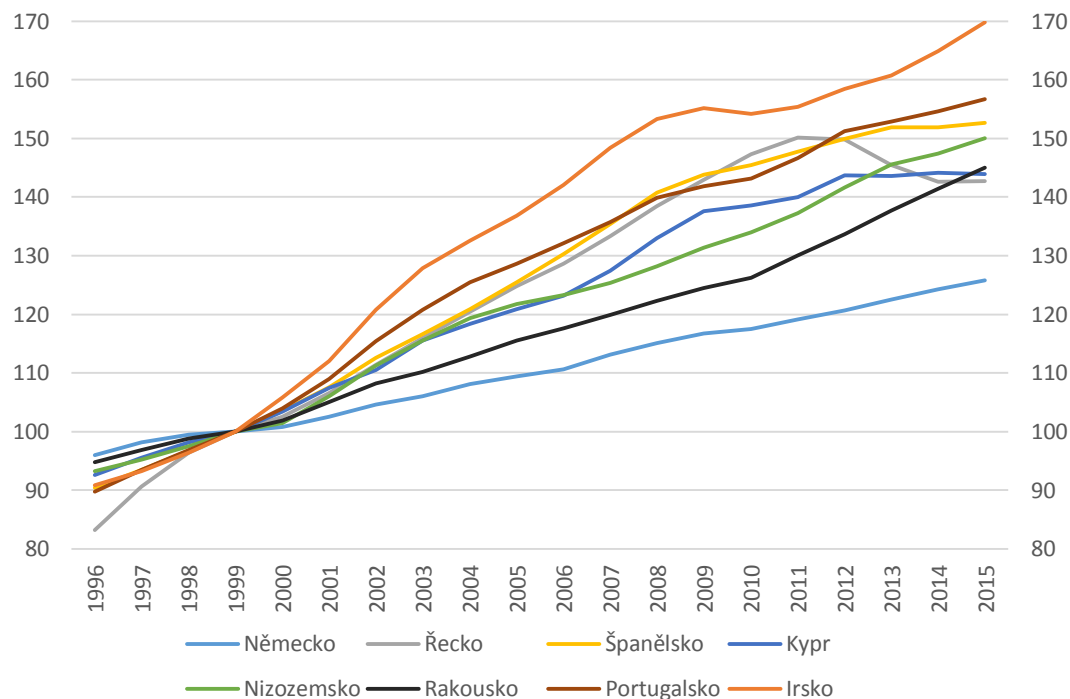
Graf 13: Míra inflace ve vybraných zemích

Index, 1999 = 100

a. obchodovatelný sektor



b. neobchodovatelný sektor



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

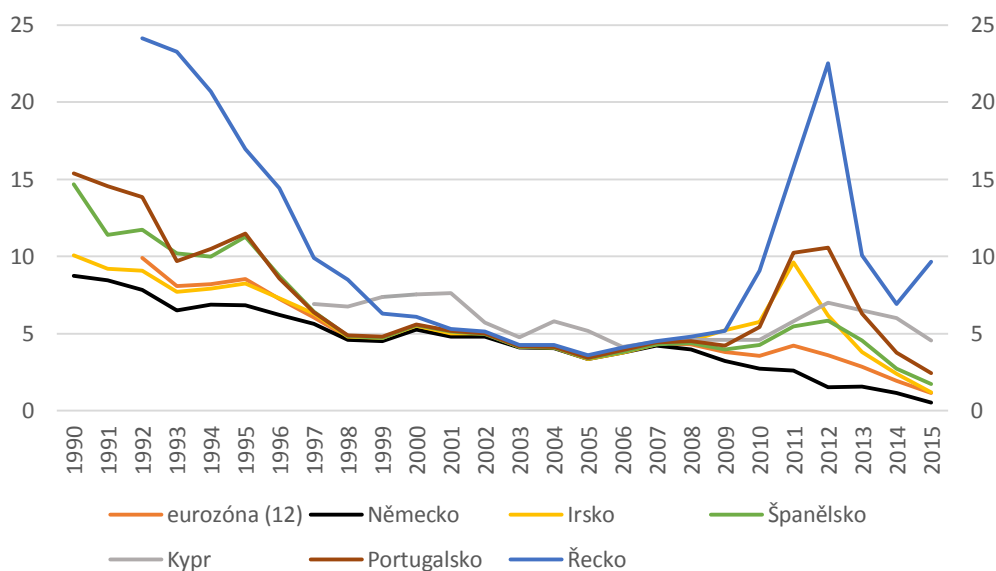
Pozn.: obchodovatelný sektor měříme jako ceny zboží, neobchodovatelný jako ceny služeb

V Grafu 13 je patrné, že indexy zachycující změny cenové hladiny byly výrazně vyšší v neobchodovatelném sektoru, zejména pak v případě již zmíněného Irsko, Španělska a Řecka, ale i Portugalska. Jelikož v obchodovatelném sektoru je dle teorie parity kupní síly tendence k platnosti zákona jedné ceny (v Grafu 13a však vidíme, že ne perfektně), jsou to převážně ceny

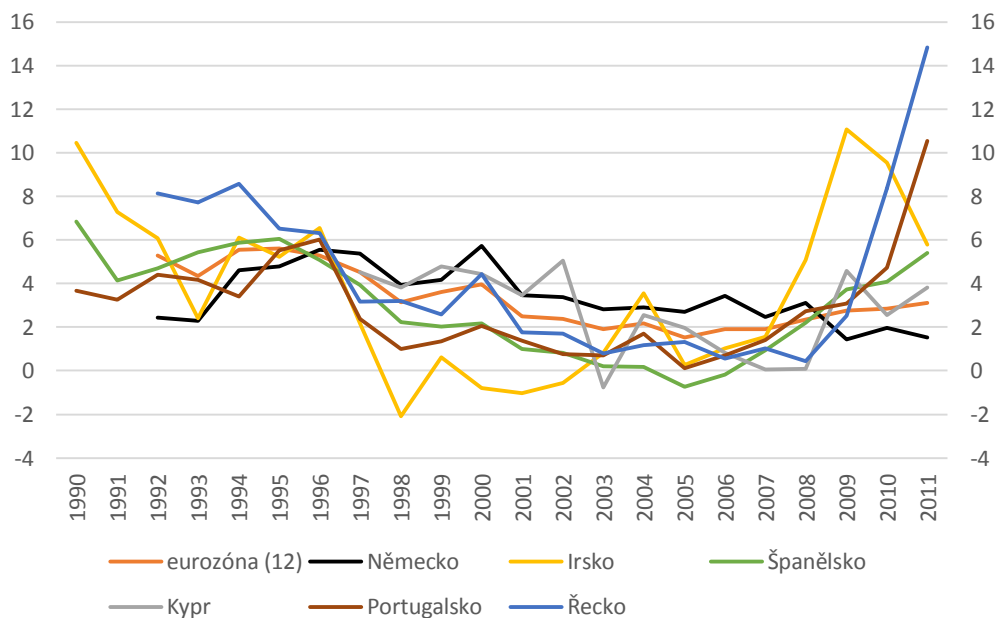
v neobchodovatelném sektoru, jejichž růst zvyšuje celkovou míru inflace. Mnozí ekonomové⁸⁸ se shodují, že příčinou úvěrového boomu a následné krize platebních bilancí je pak divergence v reálných úrokových mírách. Ty získáme při nízkých hodnotách inflace odečtením míry inflace od nominální úrokové míry⁸⁹.

Graf 14: Dlouhodobé úrokové míry (v %)

a. Nominální



b. Reálná (deflátor HDP)



Zdroj: AMECO, vlastní zpracování

⁸⁸ Z uvedené literatury viz Sy (2016), Cesaroni a De Santis (2015)

⁸⁹ Více viz: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_jsou_nominalni_a_realne_urokove_sazby.html

V Grafu 14 vidíme, že nominální úrokové míry členských zemí EMU k sobě v období 1999-2007 konvergovaly, byla však stále zachována poměrně výrazná divergence reálných úrokových měr. Opět v případě periferních zemí - Irska, Řecka, Španělska a Portugalska - byla reálná úroková míra nižší, což lze považovat za další z příčin nadměrného růstu úvěrů.

5.2 Vývoj exportu

Jedním z hlavních kritérií teorie holandské nemoci je úroveň ostatních exportních odvětví, která by měla být negativně postižena reálnou apreciací měny a alokací prostředků směrem k neobchodovatelnému sektoru, která by měla zhoršovat exportní výkonnost ekonomiky a zhoršovat tak záporné saldo běžného účtu.

Jak již bylo řešeno, u pozorovaných zemí došlo ke zhoršení indikátorů mezinárodní konkurenceschopnosti - reálná apreciace indexu REER⁹⁰ v období 2000-2008 o přibližně 15 % (viz Příloha 5), růst jednotkových nákladů na práci či vyšší míra inflace. Klíčové je pro nás ale zjištění, že v důsledku této apreciace nebyla výrazně negativně postižena úroveň exportu ve sledovaných zemích. V období 2000-2010 se podíl exportu na HDP držel na přibližně stejné úrovni, po roce 2010 dokonce u všech zemí vzrostl, což lze zdůvodnit zvýšenou hodnotou exportu do mimoevropských zemí⁹¹. Jediný případ poklesu je zaznamenán u Kypru.

Tabulka 3: Podíl exportu na HDP (v %)

	1995	2000	2005	2010	2014
Portugalsko	26,8	28,2	26,7	29,9	40,0
Irsko	73,4	94,5	79,7	103,1	113,7
Řecko	14,4	23,7	21,3	22,1	32,7
Španělsko	21,9	28,6	24,7	25,5	32,5
Kypr	66,9	70,4	56,2	47,7	55,4

Zdroj: World Development Indicators, vlastní zpracování

5.3 Období po roce 2008

Vrátíme-li se ke Grafu 10, vidíme, že po roce 2008 došlo k odlivu kapitálu z periferních zemí EMU. Již bylo řečeno, že se jednalo zejména o volatilní dluhový kapitál ve formě portfoliových a ostatních investic. V tomto kontextu tedy lze říci, že je vhodnější upřednostňovat majetkové cenné papíry, které vykazují v rámci financování deficitu běžného účtu vyšší stabilitu. Na základě pozorovaných trendů se tedy nabízí otázka, do jaké míry byl

⁹⁰ REER (Real Effective Exchange Rate) - pro výpočet je použita metoda váženého geometrického průměru poměru indexu nominálního kurzu a cenového diferenciálu, přičemž vahami jsou podíly největších obchodních partnerů na obratu zahraničního obchodu. Více viz: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/reer_cs.pdf

⁹¹ Dalším možným vysvětlením je také to, že HDP kleslo více než export, takže hodnota celého zlomku numericky vzrostla.

příliv kapitálu fundamentálně opodstatněný a do jaké míry se jednalo o důsledek politického rozhodnutí přijmout euro.

Po roce 2008 došlo také ke zlepšení indikátorů mezinárodní konkurenceschopnosti. Reálné efektivní měnové kurzy u všech zemí depreciovaly přibližně o 10 %, výrazně se zlepšily deficity běžného účtu, a to především díky poklesu importu. Došlo také ke snížení nákladů na jednotku práce, avšak v důsledku mzdových rigidit se tak stalo na úkor zvýšení nezaměstnanosti, a to nejvíce v případě Řecka a Španělska, která dosáhla svého vrcholu v roce 2013 - v Řecku 27,3 %, Španělsku 26,1 %, Portugalsku 16,2 %, Kypru 15,9 % a Irsku 13,0 %, zatímco průměr zemí eurozóny byl 11,8 % (WDI, 2016). Ačkoli od té doby došlo ke zlepšení, stále se úroveň nezaměstnanosti ve všech zemích pohybuje nad průměrem EMU.

V rámci eurozóny nemohl být naplněn samoregulační mechanismus v podobě deprecie nominálního kurzu, která by zvýšila konkurenceschopnost exportních odvětví, do kterých by se mohla přesunout pracovní síla, popřípadě také kapitál. Druhý samoregulační mechanismus v podobě reálné deprecie měny, tj. pokles cen a růst nezaměstnanosti, se tak ukazuje jako velmi sociálně nákladné řešení, které má negativní vliv na budoucí hospodářský růst. Pro budoucí zlepšení ekonomické situace těchto zemí je pak zapotřebí ještě více zlepšit jejich exportní výkonnost.

Pokud se tedy vrátíme k naší tezi, že situaci na periferii eurozóny lze vysvětlit pomocí modelu holandské nemoci, je nutné konstatovat, že nebylo naplněno kritérium, které říká, že v důsledku náhlého zvýšení příjmů do ekonomiky by mělo dojít k poklesu podílu exportních odvětví na HDP. Přesto však příliv kapitálu do těchto zemí po přijetí eura vyvolal po roce 2000 určité strukturální změny v jejich ekonomikách, které lze pozorovat i u zemí postižených holandskou nemocí. Jedná se především o alokaci zdrojů směrem k neobchodovatelnému sektoru, růst mezd, inflační tlaky či reálná apreciacie měny. Analogií komoditnímu boomu je pak šok v podobě vstupu periferních zemí do EMU a fakt, že tyto země nejsou strukturálně podobné zbytku eurozóny a nenaplnují tak kritéria teorie optimální měnové oblasti, které neberou v potaz skutečnost, že struktura ekonomik je v čase proměnlivá.

Po odlivu kapitálu se země ocitly v hluboké krizi, která je pak analogií k poklesu příjmů zemí exportujících určitou komoditu, jejíž cena poklesne. Můžeme tak konstatovat, že v jádru teorie holandské nemoci je právě příliv kapitálu do ekonomiky a jeho nevhodný management, který by zabraňoval přehřátí ekonomiky (tj. růst mezd, inflační tlaky) Vracíme se tím tak

k předešlým kapitolám, kde byl kladen důraz na intertemporální optimalizaci příjmů, o které hovořili již Friedman s Modiglianem.

Závěr

Tato diplomová práce by měla posloužit jako jakýsi komplexní průvodce problematikou prokletí přírodních zdrojů, potažmo holandské nemoci, která je specifickým případem tohoto fenoménu s důrazem na jeho ekonomický aspekt. V obecné rovině může být horší hospodářský růst zemí vyvážejících určitou komoditu způsobem jak vnějšími, tak zejména vnitřními faktory. Do první skupiny lze zařadit například dlouhodobé trendy v cenách komodit a jejich vysokou volatilitu, do druhé pak management zvýšených příjmů v ekonomice. Ten je určen především kvalitou institucionálního rámce, který je důležitým předpokladem pro efektivní alokaci kapitálu. Klíčovým tématem je však fiskální a monetární politika. Bylo prokázáno, že drtivá většina obětí prokletí přírodních zdrojů nerespektovala princip intertemporální optimalizace příjmů, v praxi tedy praktikovaly procyklickou fiskální politiku. Ta je problémem především ve chvíli, kdy příjmy z exportu dané komodity poklesnou, a země tak často čelí vysoké míře deficitu státního rozpočtu a zadlužení. S tím souvisí často také nadměrná expanze veřejného sektoru a investice do neobchodovatelného sektoru, zejména fyzického kapitálu, který nedisponuje efektem learning-by-doing, rostoucích výnosů z rozsahu či technologickým pokrokem, který by zvyšoval produktivitu práce a tím i potenciál hospodářského růstu.

Holandská nemoc pak klade důraz na důsledky reálné apreciace domácí měny, která nastává po zvýšení příjmů z exportu a která negativně postihuje ostatní exportní odvětví, a to zejména průmysl. V tomto kontextu se tedy hovoří o procesu deindustrializace. Důležitou nadstavbou ke klasické teorii holandské nemoci je pak příspěvek Palmy, který rozlišil míru deindustrializace, která je přirozená všem vyspělým ekonomikám v důsledku jejich orientace na sektor služeb, od deindustrializace nadměrné způsobené efektem holandské nemoci.

Druhá část této práce se soustředila na problematiku holandské nemoci v měnové unii, konkrétně u zemí v rámci eurozóny. Ekonom J. M. Corden, autor původní teorie, totiž uvádí různé způsoby, jakými negativní efekt holandské nemoci minimalizovat. Upřednostňuje pak vytvoření suverénního fondu, jenž by sterilizoval zvýšené příjmy z exportu, v kombinaci s fiskálním přebytkem a nízkými úrokovými sazbami. V praxi doposud není stanoven jednoznačný recept, nicméně je jasné, že v případě zemí postižených holandskou nemocí v rámci eurozóny představuje možné riziko ztráta autonomní měnové politiky, která by případně reagovala na šoky. Jako příklad je zde uvedena případová studie Kypru, který je od roku 2008 členem eurozóny a který by se měl spolu s Izraelem stát během několika let klíčovým exportérem zemního plynu do Evropy, a to na základě objevení rozsáhlých zásob v roce 2011.

Pro Kypr by taková situace mohla představovat pozitivní poptávkový šok. Jelikož je ale většina členů eurozóny importéry zemního plynu, jedná se tak o šok asymetrický, na který pravděpodobně nebude Evropská centrální banka reagovat prostřednictvím změny úrokových sazeb, neboť ty by byly platné pro celou eurozónu. Práce se tak plynule dostává k tématu optimální měnové oblasti a skutečnosti, že struktura ekonomik se v čase mění a s těmito změnami hrozí i riziko asymetrických šoků, které se díky změněné struktuře ekonomik stávají stále více „asymetričtějšími“.

Závěrečná část práce se pak snaží uchopit nedávnou dluhovou krizi zemí na periferii eurozóny optikou teorie holandské nemoci. Byli jsme svědky krize platebních bilancí, kdy jejich deficit dosáhl u některých zemí až 15 % HDP. Ten byl financován především přílivem kapitálu ve formě portfoliových a ostatních investic, které byly alokovány zejména do zvýšení současné spotřeby, expanze veřejného sektoru a stavebnictví. V několika zemích došlo dokonce k nemovitostnímu boomu. V důsledku alokace kapitálu do neobchodovatelného sektoru zde byla zaznamenána vyšší míra inflace, která se projevila i na vyšší celkové míře inflace v periferních zemích, než je průměr eurozóny za dané období. To je v souladu s názorem uváděných ekonomů, kteří za příčinu dluhové krize označují divergenci v reálných úrokových mírách, které měly vliv na tok kapitálu mezi zeměmi periferie a jádra eurozóny.

Z hlediska teorie holandské nemoci je však klíčové zjištění, že v průběhu minulého desetiletí nedošlo u pozorovaných zemí ke kontrakci exportních odvětví (s výjimkou Kypru), export naopak u řady zemí vzrostl v důsledku expanze na mimoevropské trhy. Přesto zde však můžeme pozorovat obdobné charakteristiky - alokace kapitálu směrem k neobchodovatelnému sektoru, růst mezd, cenové hladiny, reálná apreciace měnového kurzu. Dá se tak vyvodit závěr, že v jádru této teorie je příliv kapitálu do ekonomiky, aniž by musel být nutně spojen s exportem zboží.

Po roce 2008 však tento volatilní kapitál periferní země opouštěl, vyvstává tak polemika nad tím, do jaké míry byl předkrizový příliv kapitálu fundamentálně opodstatněný a do jaké míry se jednalo o důsledek politického rozhodnutí přijmout euro. Země se tak ocitly v hluboké krizi. Jejím východiskem se pak jevilo výrazné zlepšení exportní výkonnosti, které je však závislé na síle nominálního kurzu eura. Opět se tak dostáváme k tématu optimální měnové oblasti a závěru, že země uvnitř eurozóny nenaplnují její kritéria.

Zdroje

- ADB (2016): *Chile's fiscal policy and mining revenue*. Case Study. African Natural Resources Center. African Development Bank. 2016. Dostupné z: http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/anrc/CHILE_CASESTUDY_ENG__HR_PAGES.pdf
- AFANDIYEV, E. (2013): *Causes of Dutch Disease and Ways to Deal with It: Literature Review*. Indiana University-Purdue University Fort Wayne. 2013. Dostupné z: http://opus.ipfw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1172&context=srce_stusymp
- AL-HAMIDY, A. (2011): *Monetary Policy in Saudi Arabia*. BIS Papers No. 57. Bank for International Settlements. 2011. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap57v.pdf>
- BADIA, M. M.; SEGURA-UBIERGO, A. (2014): *Real Exchange Rate Appreciation in Emerging Markets: Can Fiscal Policy Help?* IMF Working Paper WP/14/1. International Monetary Fund. 2014-01. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1401.pdf>
- BATAVIA, B.; NANDAKUMAR, P. (2016): *Did EMU Membership Cause the „Dutch Disease“ in the PIGS Nations?* Global Finance Journal. 2016-06. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316300771>
- BATURE, B. N. (2013): *The Dutch Disease and the Diversification of an Economy: Some Case Studies*. IOSR Journal of Humanities and Social Science, Vol. 15, No. 5. 2013-10. Dostupné z: <http://www.iosrjournals.org/iosr-jhss/papers/Vol15-issue5/B01550614.pdf?id=7740>
- BERGANZA, J. C. (2012): *Fiscal Rules in Latin America: A Survey*. Documentos Ocasionales No. 1208. Banco de España. 2012. Dostupné z: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/12/Fich/do1208e.pdf>
- BOVA, E.; MEDAS, P.; POGHOSYAN, T. (2016): *Macroeconomic Stability in Resource-Rich Countries: The Role of Fiscal Policy*. IMF Working Paper WP/16/36. International Monetary Fund. 2016-02. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1636.pdf>
- BUDINA, N.; PANG, G.; WIJNBERGEN, S. (2006): *Nigeria: Dutch Disease or Debt Overhang? Diagnosing the Past, Lessons for the Future*. World Bank. 2006-10. Dostupné z: http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/20061012_06.pdf
- CATAO, L. A. V. (2007): *Why Real Exchange Rates?* Finance & Development, Vol. 44, No. 3. International Monetary Fund. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/basics.htm>
- CESARONI, T.; DE SANTIS, R. (2015): *Current Account , Core-Periphery Dualism‘ in the EMU*. CEPS Working Document No. 406. 2015-03. Dostupné z:

<https://www.ceps.eu/system/files/WD406%20Current%20Account%20Core-Periphery%20Dualism.pdf>

CONNOLLY, E.; ORSMOND, D. (2011): *The Mining Industry: From Bust to Boom*. RBA Research Discussion Paper. 2011-08. Dostupné z: <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2011/pdf/rdp2011-08.pdf>

CONSTANTINOU, P.; CHARALAMBOUS, A.; MANISON, L. (2008): *Can Cyprus Cope Inside the EMU?* Cyprus Economics Policy Review, Vol. 2, No. 1, s. 63-79. 2008. Dostupné z: https://www.ucy.ac.cy/erc/documents/Full_text_Constantinou.pdf

CORDEN, W. M. (2012): *The Dutch Disease in Australia: Policy Options for a Three-Speed Economy*. Melbourne Institute Working Paper. Series No 5/12. 2012-02. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2018642

CORDEN, W. M.; NEARY, J. P. (1982): *Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy*. *The Economic Journal*, Vol. 92, No. 368., s. 825-848.

COUTINHO, L. (2011): *The Resource Curse and Fiscal Policy*. Cyprus Economic Policy Review, Vol. 5, No. 1. Europrism Research & University of Cyprus. 2011. Dostupné na: https://ucy.ac.cy/erc/documents/The_Resource_Curse_and_Fiscal_Policy.pdf

CULLEN, R. (2014): *The good oil. State roles in Norwegian petroleum sector*. 58th Conference. Australian Agricultural and Resource Economics Society. 2014-02. Dostupné z: <http://ageconsearch.umn.edu/handle/165816>

ČNB (2016): *Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky?* 2016. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych_sazeb_promitajx.html

DABÁN, T. (2010): *Strengthening Chile's Rule-Based Fiscal Framework*. IMF Working Paper WP/11/17. International Monetary Fund. 2011-01. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1117.pdf>

DĚDEK, O. (2013): *Maastrichtská kritéria*. Ministerstvo financí ČR. 12-2013. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/maastrichtska-kriteria>

DEVLIN, J.; TITMAN, S. (2004): *Managing Oil Price Risk in Developing Countries*. World Bank Research Observer, Vol. 19, No. 01, s. 119-139. 2004. Dostupné z: <http://documents.worldbank.org/curated/en/166101468158388550/pdf/764780JRN0Mana0Box0374379B00PUBLIC0.pdf>

DOPPELHOFFER, G.; MILLER, R. I.; SALA-I-MARTIN, X. (2000): *Determinants of Long-Term Growth: A Bayesian Averaging of Classical Estimates (BACE) Approach*. NBER Working Paper, No. 7750. 2000-06. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w7750.pdf>

DOUCET, J. (2004): *Dutch Disease, Oil and Developing Countries*. University of Alberta. 2004-10. Dostupné z: <https://www.ualberta.ca/business/-/media/business/centres/cabree/documents/energy/oil/dutchdiseaseoilanddevelopingcountries.pdf>

DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL M. (2010): *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

EDWARDS, S; AOKI, M. (1982): *Oil Export Boom and Dutch-Disease: a Dynamic Analysis*. Working Paper #269. UCLA Department of Economics. Institute of Social and Economic Research. 1982-10. Dostupné z: <http://www.econ.ucla.edu/workingpapers/wp269.pdf>

FIALA, V. (2014): *Austrálie pohledem monetární politiky v kontextu signifikantních změn ve světové ekonomice*. Bakalářská práce. Vysoká škola ekonomická. 2014-05. Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/41959_australie_pohledem_monetarni_politiky_v%C2%A0kontextu_signifikantnich_zmen_ve_svetove_ekonomice

FRANKEL, J. A. (2010): *The Natural Resource Curse: A Survey*. NBER Working Paper No. 15836. National Bureau of Economic Research. 2010-03. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w15836>

GOULD, J.; KAPADIA, K. (2007): *Dutch Disease in Africa: A Case Study of Nigeria and Chad*. University of Michigan. 2007. Dostupné z: http://s3.amazonaws.com/zanran_storage/rooseveltinstitution.org/ContentPages/15791957.pdf

HALE, G.; OBSTFELD, M. (2014): *The Euro and the Geography of International Debt Flows*. NBER Working Paper No. 20033. National Bureau of Economic Research. 2014-04. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w20033>

HAVRÁNEK, T.; HORVÁTH, R.; ZEYNALOV, A. (2016): *Natural Resources and Economic Growth: A Meta-Analysis*. ČNB Working Paper Series. Česká národní banka. 2016-01. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2016_01.pdf

HDR - Human Development Report (2015): *Work for Human Development*. New York, NY, USA: United Nations Development Programme, 2015. Dostupné z: http://hdr.undp.org/sites/default/files/2015_human_development_report.pdf

HENDERSON, S. (2013): *Natural Gas Export Options for Israel and Cyprus*. Mediterranean Paper Series 2013. The German Marshall Fund of the United States. 2013. Dostupné z: <https://www.washingtoninstitute.org/uploads/Documents/opeds/Henderson20130901-NaturalGasExportOptions.pdf>

CHEN, R. et al. (2012): *External Imbalances in the Euro Area*. IMF Working Paper WP/12/236. International Monetary Fund. 2012-09. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12236.pdf>

IMF (2015): *Australia Staff Report for the 2015 Article IV Consultation*. International Monetary Fund. 2015-09. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15274.pdf>

- IMF (2016): *Norway: 2016 Article IV Consultation - Press Release, Staff Report and Statement by the Executive Director for Norway*. IMF Country Report No. 16/214. International Monetary Fund. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16214.pdf>
- ISMAIL, K. (2010): *The Structural Manifestation of the 'Dutch Disease': The Case of Oil Exporting Countries*. IMF Working Paper WP/10/103. International Monetary Fund. 2010-04. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10103.pdf>
- KING, J. S.; SHAMBAUGH, J. C. (2013): *The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths of the Same Endpoint*. IMF Working Paper WP/19/169. International Monetary Fund. 2013-07. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1316>
- KLAUS, V. (2000): *Robert Mundell a optimální měnové zóny*. Přednáška v rámci semináře Robert Mundell - laureát Nobelovy ceny za ekonomii 1999 (ve světle zavádění společné evropské měny). 10. 1 2000. Národní dům na Vinohradech. Dostupné z: <http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=115>
- LANE, P. R.; PELS, B. (2012): *Current Account Imbalances in Europe*. IIS Discussion Paper No. 3987. Centre for Economic Policy Research. 2012-04. Dostupné z: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisdp397.pdf>
- LARSEN, E. R. (2004): *Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught up with and Forged ahead of Its Neighbors*. Discussion Papers No. 377. Statistic Norway, Research Department. 2004-05. Dostupné z: <http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp377.pdf>
- LARTEY, E; MANDELMAN, F.; ACOSTA, P. A. (2008): *Remittances, Exchange Rate Regimes, and the Dutch Disease: A Panel Data Analysis*. Working Paper. Federal Reserve Bank of Atlanta. 2008-12. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1109206
- MAGUD, N.; SOSA, S. (2010): *When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation The Missing Link Between Dutch Disease and Growth*. IMF Working Paper WP/10/271. International Monetary Fund. 2010-12. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10271.pdf>
- MANDEL, M.; DURČÁKOVÁ, J. (2016): *Mezinárodní finance a devizový trh*. Str. 17-18. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
- MANDEL, M.; TOMŠÍK, V. (2008): *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, s. 311-339. 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.
- MANZANO, O.; RIGOBORN, R. (2001): *Resource Curse or Debt Overhang?* NBER Working Paper No. 8390. The National Bureau of Economic Research. 2001. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w8390>

- MEHLUM, H.; MOENE, K.; TORVIK, R. (2006): *Institutions and the Resource Curse*. The Economic Journal, 116:1-20. 2006-01. Dostupné z: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0297.2006.01045.x/full>
- MOLLICK, A. V.; FARIA, J. R.; ALBUQUERQUE, P. H.; LEDESMA, M. A. (2005): *Can Globalisation Stop the Decline in Commodities' Terms of Trade?*, Cambridge Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 32(5), s. 683-701. 2005-09. Dostupné z: <ftp://ftp.ukc.ac.uk/pub/ejr/RePEc/ukc/ukcedp/0510.pdf>
- MZV - Ministerstvo zahraničních věcí ČR (2016): *Kypr - Základní charakteristika, teritoria, ekonomický přehled*. Ministerstvo zahraničních věcí ČR. 2016. Dostupné z: http://www.mzv.cz/jnp/cz/encyklopedie_statu/evropa/kypr/index.html
- OCAMPO, J. A. (2005). *Beyond reforms: structural dynamics and macroeconomic vulnerability*. Washington, D.C.: The World Bank, c2005, s. 71-109. Latin American development forum series. ISBN 0-8213-5819-7.
- PLUMB, M.; KENT, C.; BISHOP, J. (2013): *Implications for the Australian Economy of Strong Growth in Asia*. RBA Research Discussion Paper. 2013-03. Dostupné z: <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2013/pdf/rdp2013-03.pdf>
- PITON, S. (2016): *A European Disease? Non-tradable Inflation and Real Interest Rate Divergence*. CEPII Working Paper No. 2016-09. 2016-04. Dostupné z: http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2016/wp2016-09.pdf
- RODRIGUEZ, C. M. (2006): *Dutch Disease in Saudi Arabia?* Master Thesis. Department of Economics. Lund University. 2006-12. Dostupné z: <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1337580&fileId=1646251>
- RODRIK, D. (2015): *Premature Deindustrialization*. Working Paper No. 20935. The National Bureau of Economic Research. 2015-02. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w20935>
- ROSS, M. L. (2001): *Does Oil Hinder Democracy?* World Politics, Vol. 53, No. 3. Cambridge University Press. 2001-04. Dostupné z: <https://www.maxwell.syr.edu/uploadedFiles/exed/sites/ldf/Academic/Ross%20-%20Does%20Oil%20Hinder%20Democracy.pdf>
- ROWTHORN, R.; RAMASWAMY, R. (1997): *Deindustrialization: Causes and Implications*. IMF Working Paper No 42. International Monetary Fund. 1997-04. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9742.pdf>
- SACHS, J. D.; WARNER, A. M. (2001): *The Course of Natural Resources*. European Economic Review 45. Harvard University. 2001, s. 827-838. Dostupné z: <http://www.earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/pubs/EuroEconReview2001.pdf>

- SACHS, J. D.; WARNER, A. M. (1997): *Natural Resource Abundance and Economic Growth*. Center for International Development and Harvard Institute for International Development. 1997-11. Dostupné z: http://www.cid.harvard.edu/ciddata/warner_files/natresf5.pdf
- SCHMIDT-HEBBEL, K. (2014): *Chile's Fiscal Policy Rule*. 6th Annual Meeting of OECD Parliamentary Budget Officials and Independent Fiscal Institutions. 2014-04. Dostupné z: http://knesset.gov.il/mmm/oecd/Session_5_Klaus_SCHMIDT_HEBBEL.pdf
- SINNOT, E. (2009): *Commodity Prices and Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean*. World Bank. 2009-09. Dostupné z: <http://siteresources.worldbank.org/EXTLACOFFICEOFCE/Resources/870892-1253047679843/6438618-1254513204494/Sinnott2009.pdf>
- SOUKUP, J. et al. (2010): *Makroekonomie. 2., aktualiz. vyd.* Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-219-2.
- STEVENS, G. (2013): *The Australian Dollar: Thirty Years of Floating*. Speech to the Australian Business Economists' Annual Dinner. Reserve Bank of Australia. 2013-11. Dostupné z: <http://www.rba.gov.au/speeches/2013/sp-gov-211113.html>
- STUCHLÍK, J. (2015): *Ložiska plynu ze Středomoří zásobování Evropy nespasí*. E15, č.1944. Mladá fronta. Praha. 2015-09. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/byznys/prumysl-a-energetika/loziska-plynu-ze-stredomori-zasobovani-evropy-nespasi-1223131>
- SY, M. (2015): *Overborrowing and Balance of Payments Imbalances in a Monetary Union*. Working paper No. 228. African Development Bank. 2015-11. Dostupné z: http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/WPS_No_228_Overborrowing_and_Balance_of_Payments_Imbalances_in_a_Monetary_Union_A.pdf
- ŠÍMA, O. (2016): *Heterogenita mobilních výrobních faktorů jako nerušení podmínky optimální měnové oblasti (příklad eurozóny)*. Politická ekonomie, ročník 64, číslo 3. 2016. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=1072.pdf>
- ŠTĚRBOVÁ, L. et al (2013): *Mezinárodní obchod ve světové krizi 21. století*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada), s. 49. ISBN 978-80-247-4694-4.
- TOMŠÍK, V. (2012): *Osmdesátiny Roberta Mundella*. Newsletter CEP, str. 1. 10-2012. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_121024_to_msik_cep.html
- TOMŠÍK, V.; MANDEL, M. (2012): *Nový rozměr finanční nerovnováhy eurozóny*. Rubrika Finance ve světě - eurozóna, s. 19. 2012-03. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_120330_to_msik_bankovnictvi.html
- USUI, N. (1997): *Dutch disease and policy adjustments to the oil boom: A comparative study of Indonesia and Mexico*. Resources Policy, Vol. 23, No. 4, s. 151-162. Pergamon. 1997-12.

Dostupné z:

https://www.researchgate.net/publication/222259769_Dutch_disease_and_policy_adjustments_to_the_oil_boom_A_comparative_study_of_Indonesia_and_Mexico

VEGH, C. A. (2015): *Fiscal Policy in Emerging Markets: Procyclicality and Graduation*. NBER Reporter 2015 No. 4: Research Summary. The National Bureau of Economic Research. 2015. Dostupné z: <http://www.nber.org/reporter/2015number4/vegh.html>

VEGH, C. A.; VULETIN, G. (2012): *Overcoming the Fear of Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets*. Working Paper 18175. National Bureau of Economic Research. 2012-06. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w18175.pdf>

VENABLES, A. J. (2016): *Using Natural Resources for Development: Why Has it Proven So Difficult?* Journal of Economic Perspectives - Volume 30, No. 1, s. 161-184. 2016. Dostupné z: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.30.1.161>

WAYSAND, C. et al. (2010): *European Financial Linkages: A New Look at Imbalances*. IMF Working Paper WP/10/295. International Monetary Fund. 2010-12. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10295.pdf>

WHALEY, J. (2009): *The Groningen Gas Field*. GEOExPro, Vol. 6, No. 4. Dostupné z: <http://www.geoexpro.com/articles/2009/04/the-groningen-gas-field>

WILLIAMSON, J. (2004): *A Short History of the Washington Consensus*. Institute for International Economics. 2004-09. Dostupné z: <https://piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>

YING, CH. C. (1967): *Learning by Doing—An Adaptive Approach to Multiperiod Decisions*. Operations Research, Vol 15, No 5, s. 797–812. University of Rochester. 1967-10. Dostupné z: <http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/opre.15.5.797>

Databáze:

ABS - Australian Bureau of Statistics. Dostupné z: <http://www.abs.gov.au/>

AMECO Database - The Annual Macro-Economic Database. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm

BLUENOMICS Database. Dostupné z: <https://www.bluenomics.com/>

EUROSTAT Data. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

TRADINGECONOMICS Database. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/>

WORLD DEVELOPMENT INDICATORS. World Bank. Dostupné z: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

Seznam grafů

Graf 1: Přírodní bohatství a ekonomický růst (1970 - 1989).....	10
Graf 2: Rybczynského teorém.....	18
Graf 3: Dynamika vývoje vybraných veličin v reakci na pozitivní šok ve světových cenách komodit	24
Graf 4: Dekompozice procesu deindustrializace.....	27
Graf 5: Vývoj zahraničních směnných relací (ToT), inflace (CPI), nominálního měnového kurzu (TWI) a HDP (GDP).....	45
Graf 6: Kypr - poptávkový šok v modelu AD-AS.....	53
Graf 7: Německo - nabídkový šok v modelu AD-AS.....	53
Graf 8: Vývoj inflace a úrokové sazby (2004-2016).....	54
Graf 9: Bilance běžných účtů vybraných zemí.....	58
Graf 10: Dekompozice finančních účtů vybraných zemí (v % HDP).....	59
Graf 11: Konečná spotřeba (vláda a domácnosti).....	60
Graf 12: Tvorba hrubého fixního kapitálu.....	61
Graf 13: Míra inflace ve vybraných zemích.....	62
Graf 14: Dlouhodobé úrokové míry (v %).....	63

Seznam tabulek

Tabulka 1: Struktura exportu zboží Mexika a Indonésie (1972, 1982, 1992).....	38
Tabulka 2: Průměrná míra inflace vybraných zemí (v %).....	61
Tabulka 3: Podíl exportu na HDP (v %).....	64

Přílohy

Příloha 1: Státy bohaté na přírodní zdroje

Country	Type of natural resource	Population (2010, millions)	GNI per capita (2010, USD)	Natural resource exports (% of total exports, 2006-2010 avg.)	Natural resource fiscal revenue (% of total revenue, 2006-2010 avg.)
Low income (LICs) and lower-middle income countries (LMICs)					
Congo, Dem. Rep.	Minerals & Oil	65,9	180	94	30
Liberia	Gold/Diamond/Iron ore	4,0	210	-	16
Niger	Uranium	16,3	360	-	-
Guinea	Mining products	11,0	390	93	23
Mali	Gold	15,2	600	75	13
Chad	Oil	11,9	710	89	67
Muritania	Iron ore	3,6	1000	24	22
Lao PDR	Copper, Gold	6,3	1010	57	19
Zambia	Copper	13,9	1070	72	4
Vietnam	Oil	89,9	1160	14	22
Yemen	Oil	23,6	1160	82	68
Nigeria	Oil	159,4	1170	97	76
Cameroon	Oil	20,6	1200	47	27
Papua New Guinea	Oil/copper/gold	6,8	1300	77	21
Sudan	Oil	36,1	1300	97	55
Uzbekistan	Gold/gas	28,6	1300	-	-
Cote d'Ivoire	Oil/gas	20,1	1650	-	-
Bolivia	Gas	9,9	1810	74	32
Mongolia	Copper	2,7	1870	81	29
Congo, Rep. of	oil	4,1	2240	90	82
Iraq	oil	30,9	2380	99	84
Indonesia	oil	241,6	2500	10	23
Timor Leste	oil	1,1	2730	99	-
Syrian Arab Rep.	oil	20,7	2750	36	25
Gyana	Gold/bauxite	0,8	2900	42	27
Turkmenistan	oil	5,0	3790	91	54
Angola	oil	21,2	3960	95	78
Gabon	oil	1,5	7680	83	60
Equatorial Guinea	oil	0,7	13720	99	91

Prospective natural resource exporting LICs/LMICs

Sierra Leone	Diamonds	5,8	340	-	-
Afghanistan	Multidimensional	28,0	410	-	-
Madagascar	Oil/gas	21,1	430	-	-
Mozambique	Gas/bauxite	24,3	440	-	-
Central Afr. Rep.	Diamonds/gold	4,4	470	-	-
Uganda	Oil	33,1	500	-	-
Tanzania	Gold & precious stones	45,6	530	-	-
Togo	Phosphate	6,4	550	-	-
Kyrgyz Republic	Gold	5,4	840	-	-
Sao Tomé & Princ.	Oil	0,2	1030	-	-
Ghana	Gold/oil	24,3	1250	-	-
Guatemala	multidimensional	14,7	2740	-	-

Upper-middle income countries (UMICs) that are rich in natural resources

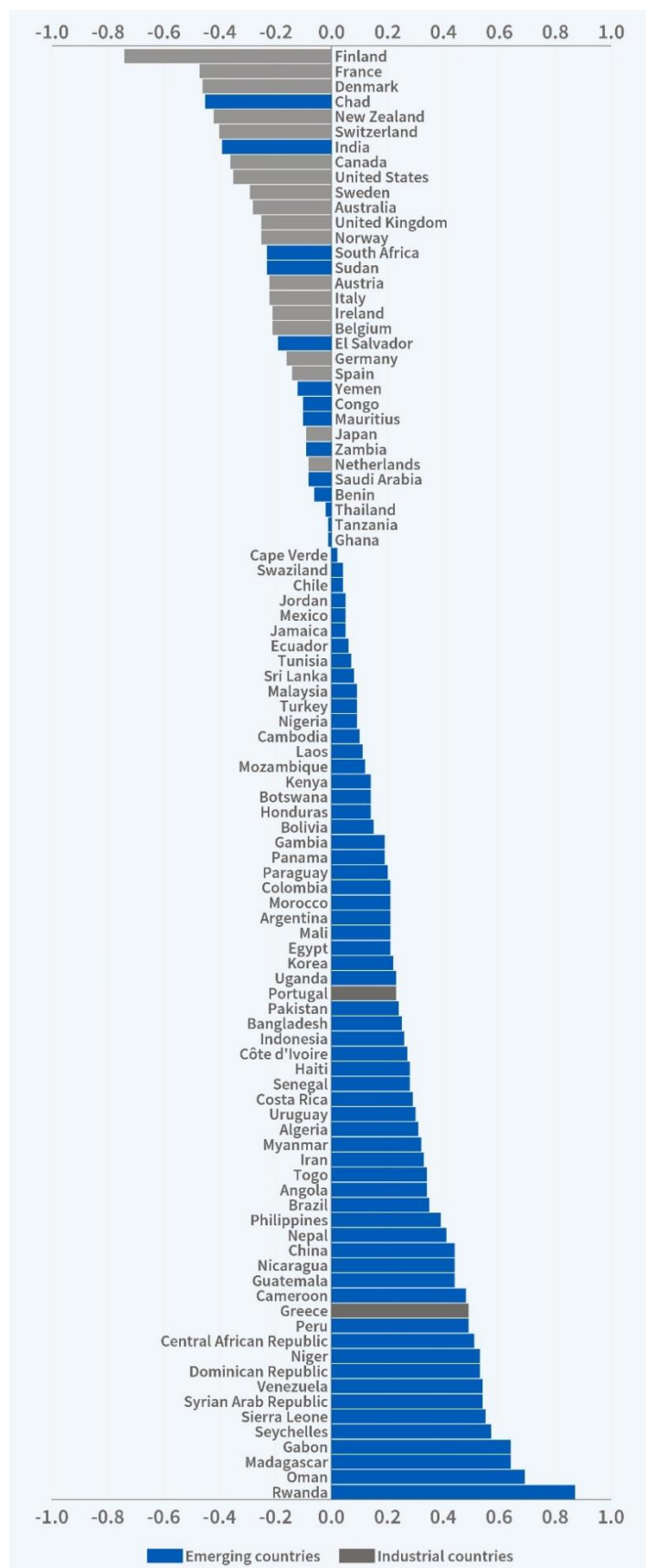
Ecuador	Oil	14,9	3850	55	24
Albania	Oil/gas	2,9	3970	-	-
Algeria	Oil	36,0	4390	98	73
Iran	Oil	74,3	4520	79	66
Peru	Minerals	29,4	4900	8	19
Azerbaijan	Oil	9,1	5380	94	64
Botswana	Diamonds	2,0	6750	66	63
Kazakhstan	Oil	16,3	7500	60	40
Suriname	Minerals	0,5	7640	11	29
Mexico	Oil	118,6	8930	15	36
Russia	Oil	142,8	9880	50	29
Chile	Copper	17,0	10750	53	23
Venezuela	Oil	29,0	11660	93	58
Libya	Oil	6,3	12320	97	89

High income countries (HICs) that are rich in natural resources

Bahrain	Oil	1,3	24710	81	82
Brunei	Gas	,04	n.a.	96	90
Trinidad & Tobago	gas	1,3	16700	38	49
Saudi Arabia	Oil	28,1	17210	87	79
Oman	Oil	2,9	17890	73	83
UAE	Oil	8,3	26370	41	76
Qatar	Gas	1,8	69754	88	58
Norway	Oil	4,9	84640	62	29

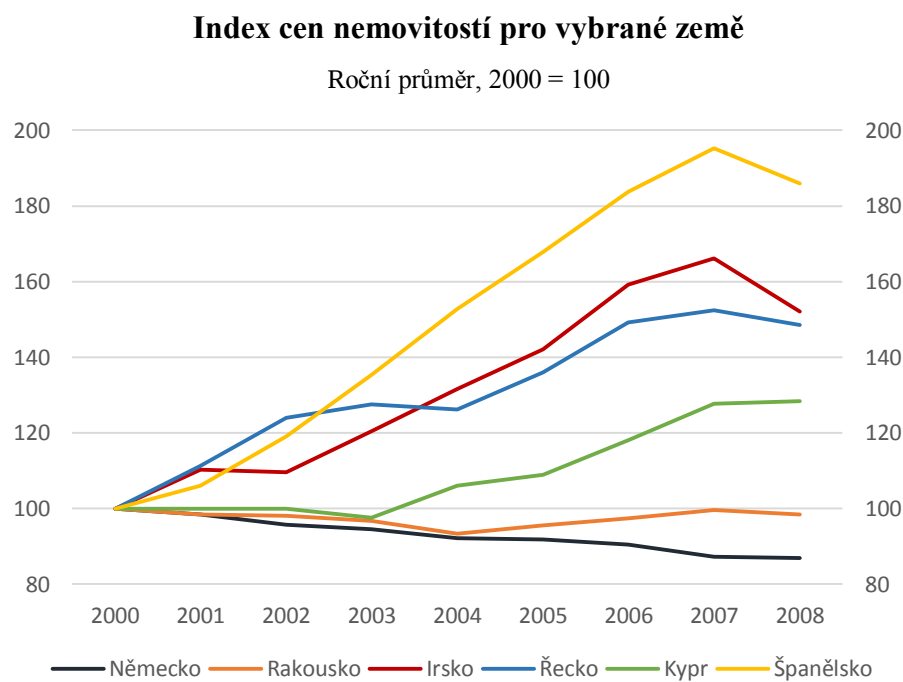
Zdroj: Venables (2016), vlastní zpracování

Příloha 2: Korelace mezi cyklickými komponenty reálných vládních výdajů a reálného
HDP (1960-2014)



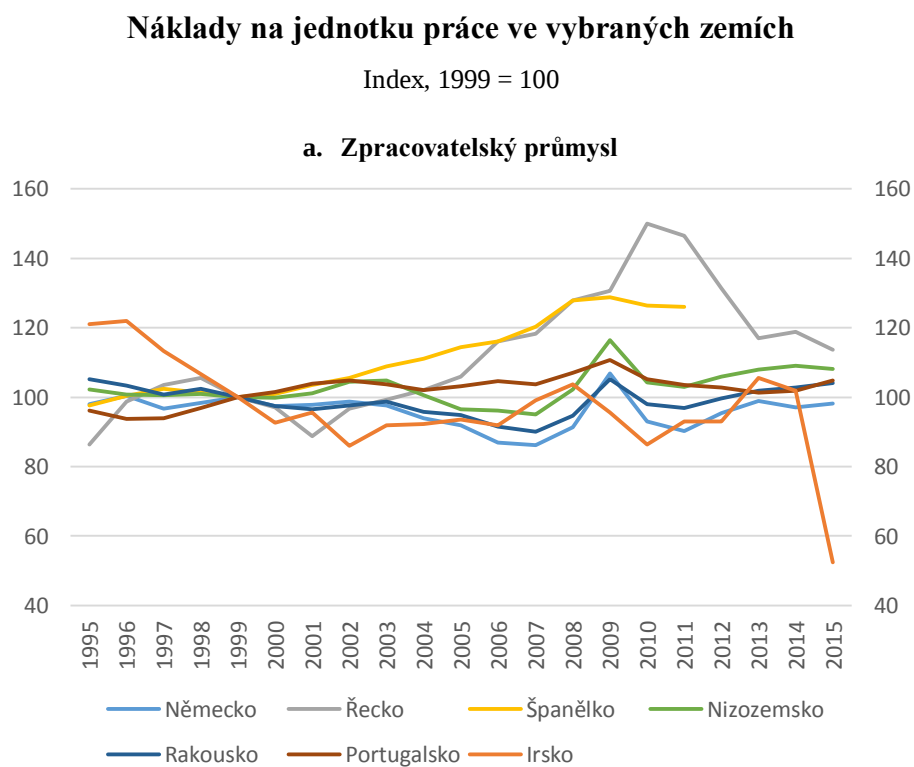
Zdroj: Vegh (2015)

Příloha 3: Index cen nemovitostí pro vybrané země



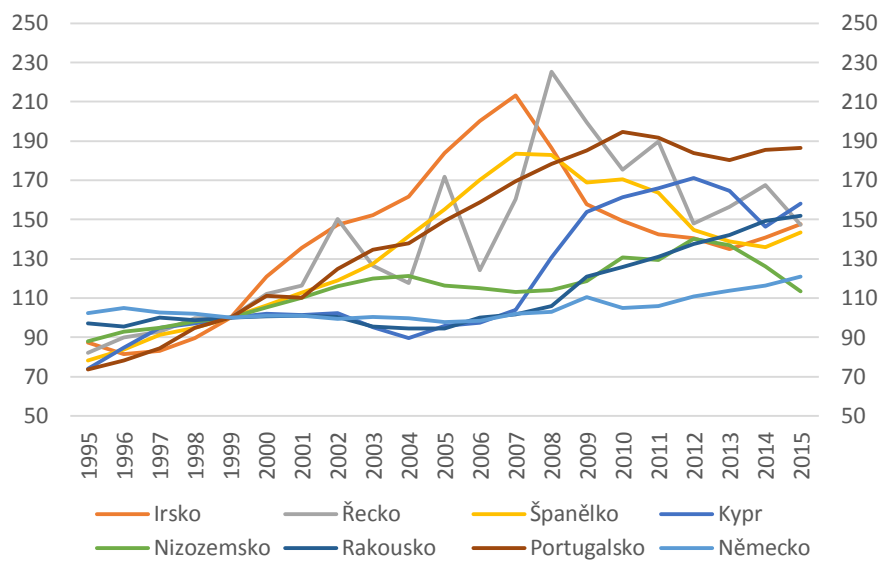
Zdroj: World Development Indicators, vlastní zpracování

Příloha 4: Náklady na jednotku práce ve vybraných zemích

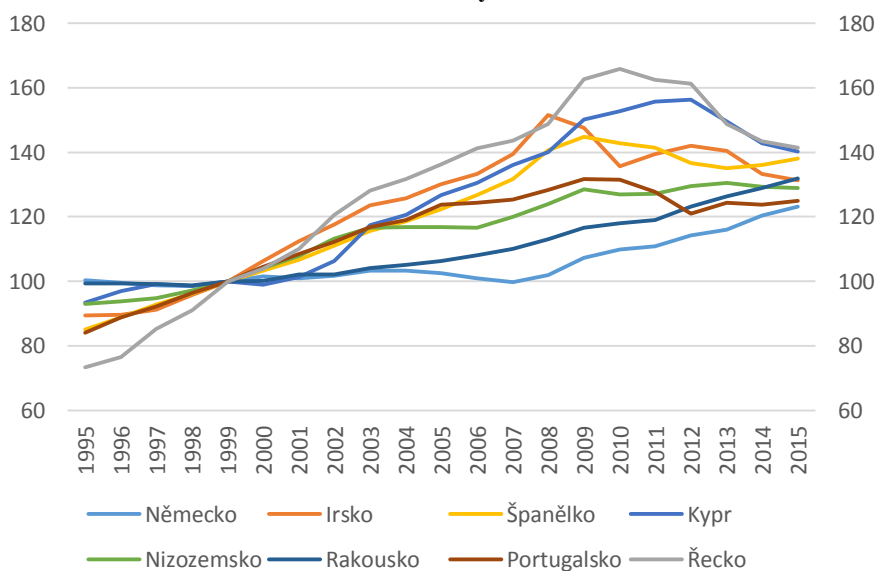


Pozn.: Data pro Španělsko nejsou dostupná v celém zobrazovaném období

b. Stavebnictví

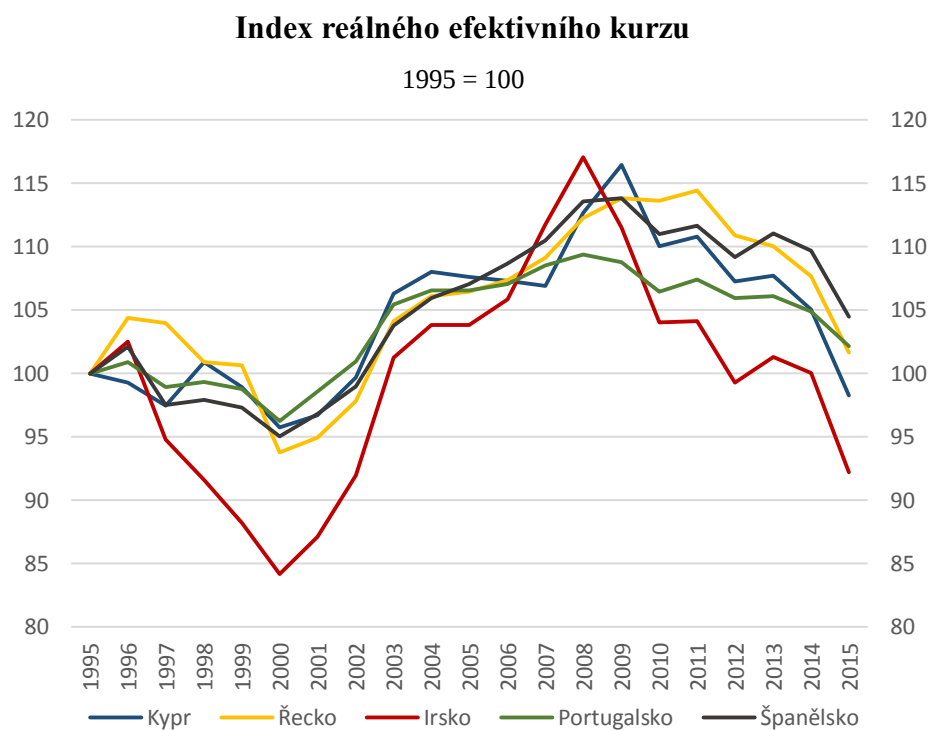


c. Služby



Zdroj: AMECO, vlastní zpracování

Příloha 5: Index reálného efektivního kurzu



Zdroj: World Development Indicators, vlastní zpracování

Pozn.: růst indexu = apreciace