

THE EFFECTS OF FISCAL CONSOLIDATION ON NATIONAL ECONOMY: THE DEBATE OVER REDUCTION OF BUDGET DEFICIT AND DEBT

[Vliv fiskální konsolidace na ekonomiku: současná diskuse o snižování rozpočtového deficitu a dluhu]

Pavel Breinek¹

¹ Mendelova univerzita v Brně, Provozně ekonomická fakulta, Zemědělská 1, 613 00 Brno
Email:breinek@node.mendelu.cz

Abstract: The reduction of public debt has become important task for many national governments. Sustainability of public finance is frequently conditioned by cutting budget deficits, i.e. raising tax burden and/or reducing government expenditure. Countries have to implement large fiscal consolidation to avoid fiscal crises and encourage future growth. However, the fiscal tightening can suppress the growth of actual product and delay the improvement of fiscal indicators. The goal of this article is to present the possible effects of fiscal consolidation on national economy. On the basis of literature review we will try to summarize current discussion and highlight the main problems of design and implementation fiscal consolidation. The successful reform of public finance should be expenditure based and changes of government spending and taxes should be permanent. The economic boom is probably better period for fiscal consolidation than recession. And timing of received fiscal measures seems to be also important. The responses of central bank and possibility of currency depreciation can also play crucial roles. Finally, the successful fiscal consolidation can depend on institutional arrangement of economy or structural policy and income policy.

Keywords: budget deficit, economic growth, fiscal consolidation, fiscal policy, government debt, government spending, taxes.

JEL classification: E62, H60, H62

Doručeno redakci: 13.1.2016; Recenzováno: 28.1.2016; 29.1.2016; Schváleno k publikování: 26.5.2016

Úvod

K hlavním úlohám fiskální politiky patří stabilizace ekonomiky na úrovni odpovídající přirozené míře nezaměstnanosti. Ve snaze zabránit růstu nezaměstnanosti se vlády prostřednictvím změny rozpočtových příjmů a výdajů snaží regulovat velikost agregátní poptávky a ekonomické aktivity v zemi. Hlavní politickou překážku deficitně financovanému snížení daní nebo růstu vládních výdajů představují obavy z dlouhodobé udržitelnosti vysokého zadlužení a jeho dopadů na národní ekonomiku. Současně nadměrná výše veřejného dluhu může bránit přijetí opatření, která jsou potřebná pro potlačení recese. Přílišná míra zadlužení a chronické deficity státního rozpočtu tak mohou ve výsledku omezovat rozpočtovou flexibilitu a fiskální prostor vlády při řešení negativních šoků a nepředvídatelných událostí. Uvedené potvrzují i zkušenosti z roku 2009, kdy méně zadlužené ekonomiky, jako např. Čína, Jižní Korea nebo Austrálie, provedly „agresivnější“ fiskální expanzi než Itálie nebo Řecko, které byly zatíženy nadměrným státním dluhem (Romer, 2012).

Výdaje na podporu ekonomiky, nižší daňové příjmy a finanční pomoc (včetně vládních intervencí do bankovního sektoru) během Velké recese vyústily v řadě zemí v nejvyšší míru zadluženosti za posledních čtyřicet let (Ostry, Ghosh, Espinoza, 2015). Zhoršení veřejných financí, které jsou v mnoha zemích OECD rovněž pod dlouhodobým tlakem spojeným se stárnutím populace, nutí národní vlády k nelehkému rozhodnutí ve prospěch fiskální

konsolidace. Ukazuje se, že vysoká zadluženost snižuje dlouhodobý růst ekonomiky a činí zemi zranitelnější vůči změnám úrokových měr a ekonomické aktivity. Události, jako nedávná finanční a ekonomická krize, mohou způsobit zvýšení rizikové prémie anebo zpřísnění podmínek vypůjčování a tím zvětšit riziko úvěrové, dluhové a hospodářské krize. Vládní úsilí omezit rozpočtové deficity ale zpravidla vede k poklesu tempa růstu aktuálního výstupu.

Konsolidace veřejných financí představuje v současnosti pro mnoho vlád nezbytné opatření k zajištění fiskální udržitelnosti a zvýšení efektivity fungování ekonomiky. Cílem příspěvku je poukázat na možné dopady fiskální konsolidace na národní ekonomiku. Pomocí současných odborných studií upozorníme na významné problémy, které doprovází návrhy a implementaci restriktivních opatření zaměřených na snížení rozpočtového deficitu a veřejného dluhu. Předkládaný článek se také pokouší shrnout diskusi týkající se fiskální konsolidace a vyzdvihnout oblasti, které by při plánování reformy veřejných financí neměly být opomenuty. V textu jsou stručně popsány nejvýznamnější důvody vedoucí vlády k reformě veřejných financí i její předpokládané dopady na výstup ekonomiky a zadluženost. Pozornost je také věnována načasování fiskální konsolidace a rozhodování mezi daňovými a výdajovými opatřeními. Přestože příspěvek zcela jistě plně nepokrývá problematiku fiskální konsolidace, snaží se nastínit důležitá témata spojená s úsilím vlády o snížení zadluženosti.

1 Potřeba fiskální konsolidace

Pomineme-li prodej státních aktiv, k poklesu nadměrného dluhového zatížení může přispět stabilní a relativně vysoký růst reálného HDP¹ nebo vyšší míra inflace, která snižuje reálnou hodnotu dluhu. Podle Alesiny a Ardagny (2009) ale rizika spojená s uvalením inflační daně a předpokládaný pomalejší růst ekonomiky řady vyspělých zemí zužují přípustná řešení na tvorbu rozpočtových přebytků. Nicméně i za normálních okolností, kdy je úroková míra vyšší než růst ekonomiky, není možné, jak tvrdí Auerbach (2002), „vyrůst z dluhu“. (Tj. vláda nemůže pasivně čekat, že ekonomický růst vytvoří zdroje potřebné pro dluhovou službu.) Obecně tedy platí, že vyšší úroveň vládního dluhu, která je často spojena vysokými úrokovými mírami, vyžaduje větší velikost primárního rozpočtového přebytku v budoucnu.

Samotná fiskální konsolidace představuje obvykle víceletý proces, v rámci kterého vláda představí a následně zavede opatření snižující rozpočtové deficity (Alesina, Favero, Giavazzi, 2014).² K nejdůležitějším vládním rozhodnutím patří termín zahájení a rychlost fiskální konsolidace nebo volba mezi příjmovými a výdajovými opatřeními. Zásadním problémem se rovněž ukazuje odhad velikosti multiplikátoru fiskální politiky. Reformu veřejných financí lze obecně považovat za úspěšnou, pokud je výsledkem významný pokles veřejných deficitů a dluhu a současně nenastane výrazné zpomalení růstu aktuálního výstupu ekonomiky.

Podle Molnárové (2012) dosáhne fiskální konsolidace cíle, pokud dojde k požadovanému snížení cyklicky upraveného primárního deficitu a současně je dva až tři roky po skončení konsolidačního období udržena stabilita dluhového poměru. Pravděpodobnost úspěchu zvyšuje přítomnost ekonomického růstu, zavedení fiskálních pravidel a uvolněnější monetární politika zajišťující nízké dlouhodobé úrokové sazby. Významnou úlohu má i nízká inflace, která usnadňuje kontrolu nominálních rozpočtových výdajů a může vytvářet pozitivní „efekt

¹ Příkladem je snížení veřejného dluhu v USA po 2. světové válce nebo v 90. letech 20. století.

² Podle Alesiny, Favera a Giavazziho (2014) se fiskální politika prováděná na základě víceletých plánů skládá ze tří částí, které mohou mít odlišné dopady na ekonomickou aktivitu. Jedná se o přijetí neočekávaných fiskálních opatření, zavedení v minulosti oznámených fiskálních rozhodnutí a ohlášené korekce fiskální politiky v budoucnu.

důvěry“. Naopak depreciace měnového kurzu nemusí podle autorky vždy přispívat ke stabilizaci veřejného dluhu.

Většina ekonomů dnes zastává názor, že nadměrná zadluženost státu poškozuje (dlouhodobou) výkonnost ekonomiky. Za závažnou příčinu poklesu celkové produktivity označili Cottarelli a Jaramillo (2012) vytěsnění soukromých investic. Na mikroekonomické úrovni sehrává podle autorů také důležitou roli rozpočtová politika vlády, způsob vybírání daní a směřování rozpočtových výdajů, které ovlivňují ekonomické podněty a tím i investice, zaměstnanost, efektivitu a hospodářský růst. Rovněž Ostry, Ghosh a Espinoza (2015) považují veřejný dluh za břímě pro národní ekonomiku. Větší míra zadlužení podle autorů nutí vlády k vyššímu zdanění, které snižuje nejen nabídku práce ale i mezní produkt kapitálu. Nižší soukromé i veřejné investice následně způsobují pomalejší průměrný růst zadlužených ekonomik.

Velikost veřejného dluhu potenciálně ovlivňuje i úrokové míry, které obvykle závisejí především na očekávané monetární politice v budoucnu a výši rizikové prémie (Afonso a Sousa, 2009). Nezodpovědná fiskální politika může vést k rychlé změně reálné úrokové míry, která destabilizuje finanční trhy a potlačuje růstové vyhlídky ekonomiky (Spilimbero, Symansky, Blanchard a Cottarelli, 2008). Podle Reinhartové a Rogoffa (2013) mnoho zemí rovněž upřednostňuje krátkodobé půjčky před dlouhodobými, které jsou obvykle spojeny s vyššími úrokovými sazbami.³ Náhlé zvýšení úrokových sazeb anebo zpřísnění požadavků věřitelů následně zvyšují riziko finanční krize, protože některé vlády již nebudou schopny při změně podmínek půjčku zopakovat. Podle Romerové (2012) by ekonomové měli věnovat také pozornost financování vládních deficitů a dluhu prostřednictvím zahraničního kapitálu, jehož příliv napomáhá udržení nízkých úrokových měr, které povzbuzují růst soukromé spotřeby a dalšího zadlužení. To může vést k rychlému zhodnocení nemovitostí, nadměrným investicím do bydlení a naopak nedostatečným investicím do produktivního kapitálu a vzniku „bublin“ na trzích ostatních aktiv.

Vládní rozhodnutí konsolidovat veřejné finance je často povzbuzeno odvrácením hrozby fiskální krize, kdy obavy tržních účastníků vyvolávají nejistotu vedoucí k omezení podnikatelských činností, růst soukromých úspor (a ve výsledku i poklesu výstupu ekonomiky) a politickou nestabilitu (Romer, 2012). Podle ekonomické teorie naopak dlouhodobě přebytečný rozpočet, relativně nízká míra zadluženosti, spoléhání se na dlouhodobé půjčky a absence v účetnictví nezaznamenaných záruk snižují riziko krize důvěry a dluhové krize (Reinhartová a Rogoff, 2013). Odložení fiskální konsolidace tak může vyústit ve zvýšení rizikové prémie a výpůjčních nákladů, které dále prohlubují zadluženost a poškozuji reálnou ekonomiku (Fletcher a Sandri, 2015).

2 Očekávané dopady fiskální konsolidace

Odborná literatura nabízí vysvětlení pozitivních dopadů fiskální konsolidace na ekonomiku, které mohou za určitých podmínek převážit negativní efekty spojené se snižováním rozpočtového deficitu. Tradiční (keynesovský) přístup naznačuje, že fiskální restrikce způsobí krátkodobý pokles agregátní poptávky a výstupu a růst nezaměstnanosti. Tento přístup částečně zpochybňuje Mishkin (2012), který poukazuje na opomenutí pozitivních dopadů (spojených s omezením rozpočtového deficitu) na chování domácností a firem v současnosti. Podle Mishkina trvalé snížení schodků státního rozpočtu může být ekonomickými subjekty

³ Jako vysvětlení upřednostňování krátkodobých půjček uvádí Reinhartová a Rogoff (2013) možnost penalizace nezodpovědné fiskální politiky, která zvyšuje riziko nesplacení dluhu v budoucnu, nebo vynucení disciplinované fiskální politiky, která snižuje pravděpodobnost vzniku finanční krize.

považováno za signál fiskální reformy, která vládě umožní v budoucnu snížit daně. Očekávané zvýšení permanentního (celoživotního) příjmu tak může domácnosti stimulovat ke zvýšení aktuálních spotřebitelských výdajů.

Na pozitivní efekt bohatství vyvolaný trvalým omezením rozpočtových deficitů, které snižuje riziko náhlého přijetí pro spotřebitele nežádoucích fiskálních opatření v budoucnu, poukazují ve své studii také Alesina a Ardagna (2009).⁴ Podle autorů ke zvýšení bohatství a výdajů ekonomických subjektů přispívá i případný pokles tržních úrokových sazeb, který vede ke snížení výpůjčních nákladů a růstu cen aktiv.⁵ Proti zmenšení celkových výdajů (způsobeného fiskální restrikcí) působí podle Carlina a Soskiceho (2006) rovněž větší ochota domácností, které nečelí likvidním omezením a jejichž očekávané bohatství se zvýšilo, využít půjček pro financování spotřeby.

K poklesu reálné úrokové míry, která ovlivňuje rozhodování domácností a firem o výši jejich výdajů, může docházet v důsledku růstu národních úspor. Jelikož fiskální restrikce potlačuje inflační tlaky, ke snížení tržních úrokových sazeb může napomoci i pokles oficiálních úrokových sazeb, které stanovuje centrální banka. V neposlední řadě pokud ekonomické subjekty uvěří vládě snahu stabilizovat veřejné finance a odvrátit hrozbu státního bankrotu, mohou následně také požadovat nižší rizikovou prémii.

Fiskální konsolidace spojená s (budoucím) snížením příjmových daní a mezd ve veřejném sektoru, které spoluurčují výši nákladů a cen v ekonomice, stejně jako pokles úrokových měr mohou vyvolat depreciaci reálného měnového kursu a tím napomoci zvýšení čistého exportu a výstupu ekonomiky (Perotti, 2011). Kromě toho nižší daňové břemeno také znamená méně vládou způsobených distorzí do ekonomiky a větší výnosy z výrobních faktorů, které podněcují růst firemních investic, kapitálové vybavenosti a výkonnosti ekonomiky. Opatření zaměřená na odstranění rozpočtového deficitu tak ve výsledku vyvolají (permanentní) pozitivní nabídkový šok, který zvyšuje úroveň potenciálního produktu a tím dále povzbuzuje výdaje soukromého sektoru a agregátní poptávku (Mishkin, 2012).

Stimulace krátkodobého ekonomického růstu prostřednictvím fiskální restrikce bývá označováno jako hypotéza expanzivní fiskální kontrakce. Významným determinantem tohoto efektu se ukazuje růst důvěry ekonomických subjektů. Jak bylo zmíněno, vážně myšlená fiskální konsolidace snižuje nejistotu ohledně budoucího vývoje veřejných financí a fiskální politiky a může stimulovat současné soukromé výdaje.⁶ Očekávané zvýšení daní vyvolané nadměrným anebo rostoucím zadlužením naopak vytěšňuje výdaje domácností a firem, snižuje nabídku práce a potlačuje současný i budoucí růst ekonomiky (DeLong a Tyson, 2013 nebo Fletcher a Sandri, 2015).

3 Vliv fiskální konsolidace na ekonomický růst a zadluženost

Zastánci fiskální konsolidace poukazují na negativní dopady vysoké zadluženosti nejen na dlouhodobý ale i krátkodobý růst ekonomicky. Podle Romerové (2012) jsou ale případy zvýšení tempa růstu ekonomicky v důsledku fiskální konsolidace spíše výjimkami než pravidlem. Ekonomiky, které ve snaze stabilizovat veřejné finance přijaly během Velké recese

⁴ Případná krize naopak snižuje bohatství ekonomických subjektů a tak i jejich výdaje (Alesina a Ardagna, 2009).

⁵ Zvláště snížení „neurokových“ výdajů, transferů a mezd ve veřejném sektoru je spojeno s nižšími úrokovými mírami a vyšší cenou aktiv.

⁶ Empirické studie ovšem nepotvrzují zvýšení soukromé poptávky v důsledku „efektu důvěry“. Vysvětlením může být nepřítomnost poklesu rizikové premie vládních dluhopisů a následně i výpůjčních úrokových sazeb, protože riziková premie byla v zemích provádějících konsolidaci již relativně nízká.

restriktivní opatření, dosahovaly zpravidla horších růstových výsledků.⁷ Podobně Mezinárodní měnový fond již ve své zprávě z roku 2010 (MMF, 2010) upozorňoval, že možnost stimulace ekonomické aktivity v krátkém období pomocí fiskální restrikce nenachází příliš velkou podporu v datech. Na základě historických analýz studie MMF tvrdí, že fiskální konsolidace obvykle snižuje výstup ekonomiky a zvyšuje nezaměstnanost, avšak současný pokles úrokových měr, depreciace měny a zvýšení čistého exportu často tlumí kontrakční dopady vládního šetření.⁸ Ke zvýšení dlouhodobé výkonnosti ekonomiky pak podle MMF přispívá růst soukromých investic (vyvolaný poklesem tržních úrokových sazeb) a snížení distorzních daní.⁹

Významným podnětem ke snižování či stabilizaci míry zadlužení se stala snaha vlády zabránit případnému zpomalení růstu potenciálního produktu.¹⁰ V krátkém období může ale fiskální konsolidace, která způsobuje pokles celkových výdajů a ekonomického růstu, zlepšování fiskálních ukazatelů (včetně poměrového vyjádření deficitu, dluhu a nákladů na jeho správu) naopak překážet. V této souvislosti Cottarelli a Jaramillo (2012) poznamenávají, že zpomalení ekonomické aktivity je často považováno za cenu placenou za zlepšení veřejných financí a vyhnutí se fiskálním problémům v budoucnu. Tento názor podle autorů ale nezohledňuje zpětný vliv ekonomického růstu na fiskální účet, který může zpozdit či eliminovat očekávané přínosy. Uvedené potvrzují Fatás a Summers (2015), kteří zjistili pokles výstupu nejen v krátkém, ale i středním období. (Současně nevyklučují ani možnost permanentního vlivu fiskální konsolidace na HDP.) Podle autorů je reforma veřejných financí, zejména v době krize, odsouzena k nezdaru, protože zpomalení ekonomického růstu způsobuje zvýšení dluhového poměru a pokles daňových příjmů. Na dlouhodobé nežádoucí dopady konsolidace, jako je růst přirozené míry nezaměstnanosti, zvýšení nezaměstnanosti mládeže nebo pokles míry ekonomické aktivity obyvatelstva, upozorňuje Romerová (2012).

Změny tempa růstu celkového výstupu mohou ovlivnit státní rozpočet několika způsoby. Zpomalení ekonomického růstu zpravidla spouští automatické stabilizátory, které snižují daňové příjmy a zvyšují transfery. Důležitou úlohu sehrává rovněž velikost fiskálního multiplikátoru anebo výše zadlužení.¹¹

Obecně čím větší je působení automatických stabilizátorů, multiplikátor fiskální politiky a počáteční míra zadlužení, tím je efekt fiskální restrikce na zadluženost menší. Cottarelli a Jaramillo (2012) tvrdí, že v důsledku působení automatických stabilizátorů a v závislosti na velikosti multiplikátoru fiskální politiky dochází k menšímu poklesu rozpočtového deficitu, než odpovídá výši restriktivního diskrečního opatření. Podle Eyrauda a Webera

⁷ Uvedené podle Romerové (2012) platí jak pro země, které byly „přinuceny“ k fiskální konsolidaci vysokými výpůjčními náklady (např. Španělsko nebo Řecko), tak i pro země, které přistoupily k šetření z „přesvědčení“ (např. Velká Británie).

⁸ Podle MMF (2010) povede fiskální konsolidace k většímu poklesu výstupu, pokud se úrokové míry blíží nule a reformu veřejných financí zahájí větší počet zemí najednou.

⁹ Konkrétně Blanchard a Leigh (2013) našli negativní spojení mezi předpokládanou výší fiskální konsolidace (v roce 2010) a chybou odhadu následného ekonomického růstu. (Přesněji každý dodatečný procentní bod ukazatele konsolidace na HDP vedl ke skutečnému produktu o 1 % menšímu, než činila předpověď.) Podle autorů byla plánovaná fiskální konsolidace spojena s výrazně nižším než očekávaným růstem spotřeby domácností a investičních výdajů firem. Podobně Fatás a Summers (2015) naznačují, že země, které přistoupily v letech 2010 a 2011 k rozsáhlé fiskální konsolidaci, zažily v roce 2012 pokles ekonomického růstu.

¹⁰ Nicméně Fatás a Summers (2015) zjistili, že fiskální konsolidace uskutečněné mezi roky 2010 a 2011 způsobily nejen pokles aktuálního HDP, ale i odhadovaného potenciálního produktu v letech 2014 a 2019.

¹¹ Blanchard a Leigh (2013), stejně jako Fatás a Summers (2015), dospěli na základě empirických šetření k závěru, že multiplikátory fiskální politiky byly na počátku Velké recese podhodnoceny. Někdejší odhady tak významně podcenily vliv fiskální konsolidace na růst zaměstnanosti a pokles domácí poptávky.

(2013) pokud se hodnota multiplikátoru fiskální politiky pohybuje kolem jedné, způsobí jinak fiskální konsolidace v krátkém období růst zadlužení.¹² Přestože podle autorů hodnota multiplikátoru časem poklesne, HDP se vrátí na úroveň potenciálního produktu a míra zadlužení se nakonec sníží, výsledný efekt bude nižší než kumulovaná velikost fiskální restrikce.

V této souvislosti Eyraud a Weber (2013) upozorňují, že opomenutí nebo podhodnocení velikosti fiskálního multiplikátoru může vést ke stanovení nesplnitelného cíle. Snížení důvěryhodnosti fiskální konsolidace může následně zvýšit nejistotu ohledně budoucí fiskální politiky a „nervozitu“ na finančních trzích.¹³ Jestliže konsolidace nepřinese rychlé zlepšení fiskálních ukazatelů, „trhy“ mohou penalizovat porušení rozpočtové disciplíny a odpovědnosti. Za této situace může být vládní úsilí pokračovat ve fiskální konsolidaci oslabeno (Cottarelli a Jaramillo, 2012). Případně mohou vlády ve snaze splnit stanovené fiskální cíle přistoupit k opětovnému zpřísnění fiskální politiky. Výsledkem může být začarovaný kruh pomalejšího růstu, deflace a další fiskální restrikce, přičemž míra zadlužení se může nadále zhoršovat (Eyraud a Weber, 2013). Negativní dopad fiskální konsolidace tak může být déletrvající nebo permanentní.

Podmínky, za kterých může mít fiskální konsolidace v krátkém období pozitivní dopady na výstup ekonomiky, zkoumal podrobněji Perotti (2011). Mezi nezbytné okolnosti zařadil součinnost centrální banky, která umožní snížení a udržení nízkých nominálních úrokových měr. Kromě monetární politiky sehrává významnou úlohu také důchodová (mzdová) politika, která přispívá ke mzdové zdrženlivosti a následně i k poklesu inflačních očekávání a nízké (mzdové) inflaci a úrokovým mírám. Třetí podmínkou je podle Perottiho znehodnocení měnového kurzu, které povzbuzuje růst exportu a tím i celkových výdajů. K měnové depreciaci přispívají rovněž dlouhodobě nízké úrokové míry a mzdová zdrženlivost.

Perotti (2011) tak zpochybňuje všeobecnou platnost hypotézy expanzivní fiskální konsolidace a její využití.¹⁴ Omezením může být např. členství v měnové unii, které vylučuje nezávislou monetární politiku a depreciaci nominálního měnového kurzu, nebo přítomnost velmi nízkých úrokových měr, která je často spojená s neúčinností konvenčních nástrojů monetární politiky. Stejně tak expanze založená na stimulaci exportu není využitelná pro svět jako celek, zatímco důchodová (mzdová) politika ztrácí v čase na účinnosti a popularitě.

4 Načasování fiskální konsolidace

Dopady restriktivních opatření (spojených s konsolidací veřejných financí) na ekonomické a fiskální ukazatele závisí také zčásti na okolnostech, za kterých jsou tato opatření zaváděna. Auerbach a Gale (2009) uvádějí, že kontrakční efekty fiskální konsolidace jsou menší, jestliže se země nachází ve „finančním stresu“. Empirické studie obecně potvrzují, že ekonomiky s vysokým podílem vládního dluhu a výdajů na HDP zažívají v důsledku fiskální restrikce

¹² Negativní dopad fiskální restrikce je podle Eyrauda a Webera (2013) dále zesílen úvěrovými omezeními domácností a firem, potlačenou agregátní poptávkou a sníženou účinností monetární politiky.

¹³ DeLong a Summers (2012) upozorňují, že přes pokles rozpočtových deficitů může případný růst úrokových měr ve výsledku učinit úsilí vlády o zlepšení veřejných financí kontraproduktivní. Podle MMF (2013) fiskální konsolidace vedoucí k poklesu rozpočtového deficitu může v případě poklesu výstupu způsobit zvýšení úrokových nákladů vládních výpůjček.

¹⁴ Perotti (2011) ale připouští pozitivní dopady rozpočtové konsolidace na ekonomický růst v Dánsku, Irsku, Švédsku a Finsku v 80. a 90. letech minulého století. Uvedené země zažily pokles úrokových měr, přistoupily ke mzdové zdrženlivosti a využily nominální kotvy, kterou se stal měnový kurz nebo cílování inflace.

nižší pokles ekonomického růstu. Negativní dopady fiskální konsolidace mohou být naopak větší, pokud potřebná opatření přijme více zemí ve stejnou dobu.¹⁵

Ke zhoršení rozpočtového deficitu a zadlužení zpravidla dochází s poklesem ekonomické aktivity. Aby vlády zajistily udržitelnost veřejných financí, jsou za této situace často tlačeny k přijetí restriktivních opatření. Jelikož ale multiplikátor fiskální politiky dosahuje v recesi vyšších hodnot, není toto období, jak upozorňují DeLong a Tyson (2013), vhodné pro razantní fiskální konsolidaci. Podle Auerbacha a Galeho (2009) fiskální restrikce v době poklesu výkonnosti ekonomiky nikdy nevedla ani ke zlepšení rozpočtových deficitů ani k povzbuzení ekonomické aktivity. Jelikož je fiskální konsolidace zpravidla doprovázena poklesem růstu ekonomiky, přináší ve srovnání s konsolidací, která je realizována v expanzivní části hospodářského cyklu, déle trvající nežádoucí efekty (Perotti, 2011 a Jorda a Taylor, 2013). Jak upozorňuje MMF (2010), odložení fiskální konsolidace do doby, než dojde k zotavení ekonomiky, může za určitých okolností podpořit ekonomiku. Pokud ale fiskální restrikce způsobí návrat ekonomiky do recese, potom dosažení stanovených fiskálních cílů může vládu nutit k dalšímu zpřísnění fiskální politiky. Tato snaha může vyústit v opětovný pokles ekonomické aktivity.

Beetsma, Cimadomo, Furtuna a Giuliadori (2015) naopak tvrdí, že rozsáhlá fiskální konsolidace může přinést pozitivní efekty i v době recese, pokud je založena na redukcí rozpočtových výdajů. Podle autorů vhodné institucionální prostředí, které zahrnuje přísná fiskální pravidla a transparentní rozpočet, napomáhá snižovat negativní dopady konsolidace na důvěru ekonomických subjektů a podporuje soukromé výdaje. Podobně Molnárová (2012) v případě, že ekonomika čelí nízkému růstu, nadměrné a rychle rostoucí zadluženosti a vysokým úrokovým mírám, považuje okamžitou fiskální konsolidaci za efektivnější nástroj stabilizace veřejných financí. Proti oddalování konsolidace veřejných financí vystupují také Fletcher a Sandri (2015), kteří zdůrazňují riziko vytěsnění soukromých investic. Současně ale upozorňují na nutnost zohlednění velikosti multiplikátoru fiskální politiky, která se v čase mění.¹⁶ Jestliže lze předpokládat v budoucnu snížení hodnoty multiplikátoru, potom může být odložení konsolidace podle autorů prospěšné. Na význam multiplikátoru vládních výdajů a daní pro rychlost fiskální konsolidace poukazují rovněž Baum, Poplawski-Ribeiro a Weber (2012). Tvrdí, že pokud se ekonomika nachází v recesi a hodnota multiplikátorů je relativně vyšší, potom vliv postupné konsolidace na ekonomický růst bude menší než v případě rychlé konsolidace o stejné velikosti.

Přestože snaha o rychlé překonání fiskální nerovnováhy může potlačovat růst ekonomicky a zaměstnanosti, ani země, které čelí poklesu ekonomické aktivity a vysoké nezaměstnanosti, nemohou ignorovat potenciální fiskální problémy spojené s přetrvávající rozpočtovými deficity a dlouhodobě neudržitelnou výší vládního dluhu.¹⁷ MMF (2013) upozorňuje, že neúměrné odkládání fiskální konsolidace může být pro ekonomiku velmi nákladné. Pokud ekonomické subjekty začnou pochybovat o vládním úsilí stabilizovat veřejné finance, dynamika růstu dluhu se může (při rostoucích úrokových mírách) ukázat jako neudržitelná. K rychlejší konsolidaci veřejných financí může vlády také přinutit riziko ztráty přístupu na finanční trhy. Podle Romerové (2012) vhodně rozfázovaná fiskální konsolidace, kdy

¹⁵ Podle Cottarelliho a Jaramilla (2012) mohou být ale nežádoucí efekty fiskální restrikce potlačeny např. opatřeními monetární nebo strukturální politiky.

¹⁶ Podle Auerbacha a Galeho (2009) závisí velikost multiplikačního efektu fiskální politiky mimo jiné na stavu a struktuře ekonomiky, přijatých politikách nebo očekávaných ekonomických subjektů.

¹⁷ Eyraud a Weber (2013) upozorňují, že krátkodobé dopady fiskální politiky na ekonomickou aktivitu jsou pouze jedním z faktorů, které vláda musí zohlednit při stanovení vhodné rychlosti fiskální konsolidace.

ke změně vládních výdajů a daňových příjmů dochází postupně, může přispět k zachování „důvěry trhů“. Naproti tomu okamžité vládní šetření nemusí mít výrazný dopad na výši zadlužení, může vyvolat politické a sociální napětí a odmítnutí přijatých opatření. (Pokles ekonomického růstu a snížení „důvěry trhů“ tak mohou v krátkém období vést k selhání vládního úsilí ozdravit veřejné finance.)

Ostry, Ghosh a Espinoza (2015) upozorňují, že splacení dluhu spojené s růstem daňového zatížení, stejně jako udržení vysokého zadlužení, které vyžaduje zvýšené daňové příjmy k jeho obsluze, způsobují pokřivení v ekonomickém systému. Pokud ale země disponují dostatečným fiskálním prostorem, nemusí podle autorů usilovat o rychlé snížení zadlužení. Zvýšení daní nebo pokles produktivních rozpočtových výdajů mohou zbytečně poškozovat výkonnost ekonomiky, zatímco snížení rizikové prémie nebo hrozba fiskální krize mohou být zanedbatelné. Za těchto okolností je pro ekonomiku výhodnější udržování dluhu než jeho splacení. Jestliže vlády naopak čelí fiskálním omezením, mohou podle Ostryho, Ghoshe a Espinozi přínosy poklesu zadlužení převýšit náklady spojené s růstem distorzních daní nebo snížením výdajů na veřejné investice.¹⁸

Přesto byla v minulosti co nejrychlejší konsolidace doporučována jako nejvhodnější způsob stabilizace veřejných financí. Podle Alesiny a Ardagny (2009) okamžité změny ve veřejných financích minimalizují nejistotu firem a domácností ohledně budoucí fiskální politiky a současně zvyšují tržní důvěru (zvláště v ekonomikách zažívajících fiskální napětí). Ve snaze o co největší snížení dluhu autoři označují dosažení vysokého primárního přebytku za klíčové.

5 Zvýšení daní a snížení vládních výdajů jako nástroje fiskální konsolidace

Při řešení zadluženosti ekonomiky a chronických deficitů státního rozpočtu mohou vlády nařídít zvýšení daní anebo snížení rozpočtových výdajů. Významným problémem při volbě nástrojů fiskální konsolidace se ukazuje určení jejich vlivu na ekonomický růst. (Vláda musí být mimo jiné schopna správně odhadnout velikost daňového multiplikátoru a multiplikátoru vládních výdajů.) Výběr konkrétního opatření je v praxi ovšem často ovlivněn hospodářsko-politickou doktrínou vlády, stejně jako samotným politickým procesem včetně vlivu zájmových skupin (Alesina a Ardagna, 2009).¹⁹ Jelikož je snížení vládních výdajů zpravidla spojeno s vyššími „politickými ztrátami“ než omezení veřejných investic a zvýšení daní, pokles běžných rozpočtových výdajů může být vnímán jako signál vážně myšlené konsolidace a případně pozitivně ovlivnit očekávání soukromého sektoru (Carlin a Soskice, 2006).

Jak již bylo uvedeno, fiskální konsolidace založená na snížení vládních výdajů i zvýšení daní je téměř vždy doprovázena krátkodobým poklesem výkonnosti ekonomiky (Romer, 2012). Přijetí restriktivních fiskálních opatření obvykle způsobuje snížení agregátní poptávky, avšak při růstu daňového zatížení je pokles celkových výdajů zpravidla vyšší (MMF, 2010). Zatímco tedy růst daňových příjmů vyvolává recesi, za určitých okolností může reforma veřejných financí, která je založena na snížení vládních výdajů, růst výstupu dokonce

¹⁸ V případě nedostatečné poptávky a infrastrukturální vybavenosti a při vysoké rizikové prémii musí podle Ostryho, Ghoshe a Espinozi (2015) vlády volit mezi tvorbou kapitálové zásoby na jedné straně a zvládnutím dluhového rizika a vytvořením podmínek pro budoucí růst na straně druhé. Výjimku z tohoto dilema tvoří vysoce efektivní veřejně financované investiční výdaje, které doprovází silné „keynesovské efekty“ a nízké úrokové náklady.

¹⁹ Zatímco pravíkoví politici obvykle upřednostňují snížení vládních výdajů, levicoví politici preferují růst daňových sazeb. V centru pozornosti, jak uvádějí Alesina a Ardagna (2009), často nestojí výše výdajového a daňového multiplikátoru, ale dopady na příjmovou nerovnost ve společnosti aj.

stimulovat (Perotti, 2011).²⁰ Při snižování nebo stabilizaci zadluženosti je pokles vládních výdajů pravděpodobně efektivnějším nástrojem, který navíc umožní vyvarovat se (za určitých podmínek) případnému ekonomickému poklesu (Alesina a Ardagna, 2009). Alesina, Favero a Giavazzi (2014) dospěli ke zjištění, že konsolidace založená na poklesu rozpočtových výdajů je spojena v průměru s mírnější a kratší recesí (popř. k poklesu výstupu nemusí vůbec dojít), zatímco zvýšení daní obvykle vyvolává recesi hlubší a delší. Nežádoucí dopady fiskální restrikce jsou podle autorů rovněž menší, pokud jsou přijatá opatření trvalá, nikoliv typu „stop and go“.²¹

Podle OECD (2012) je fiskální konsolidace založená na snižování vládních výdajů také doprovázena zvýšením alokační efektivnosti a celkově lepším využitím výrobních faktorů. Současně přináší i zlepšení výrobní efektivnosti vyjádřené poklesem nákladů na jednotku poskytované služby. Pokud je ale omezení rozpočtových výdajů nežádoucí nebo politicky neprůchodné, mohou vlády při stabilizaci veřejných financí využít i příjmových opatření, která napravují distorze v ekonomickém systému a tržní selhání. Mezi rozpočtové příjmy, které významně nesnižují růst ekonomiky a zároveň rozšiřují daňovou základnu, zařadila Molnárová (2012) např. environmentální a vlastnické daně, DPH nebo poplatky.

Dopady fiskální konsolidace na ekonomickou aktivitu v zemi jsou také významně ovlivněny reakcí centrální banky (MMF, 2010). Pokud se vláda rozhodne pro omezování rozpočtových výdajů, může být centrální banka „ochotnější“ snížit oficiální úrokové sazby, aby vyrovnala pokles vládních výdajů.²² (Toto monetární opatření může rovněž způsobit depreciační měnového kurzu a tím napomoci růstu čistého exportu a celkových výdajů.) Naopak zvýšení daní (zvláště nepřímých), které nutí firmy k růstu cen vyráběné produkce a zvětšuje riziko zrychlení inflace, „odrazuje“ centrální banku od přijetí expanzivních monetárních opatření. Větší pokles dlouhodobých úrokových měř v případě snížení rozpočtových výdajů zjistili také Beetsma, Cimadomo, Furtuna a Giuliodori (2015). Jsou-li ovšem úrokové míry již velmi nízké, potom, jak uvádějí Baum, Poplawski-Ribeiro a Weber (2012), je význam jejich změny méně relevantní.

Reakci centrální banky, stejně jako závislost na fázi hospodářského cyklu nebo podobu doprovázejících nabídkových reforem, nepovažují za příčinu odlišných dopadů konsolidačních opatření Alesina, Favero a Giavazzi (2014). Vysvětlení podle autorů spočívá v odlišné odezvě soukromých investic. Zatímco při poklesu vládních výdajů důvěra investorů roste, při růstu daňových sazeb naopak v následujících letech klesá.²³ Beetsma, Cimadomo, Furtuna, Giuliodori (2015) také zjistili, že ohlášené zvýšení daní (za účelem konsolidace veřejných financí) způsobuje pokles důvěry domácností, zatímco oznámení konsolidace

²⁰ Uvedené tvrzení částečně potvrzují Kataryniuk a Vallés (2015), kteří pro období 1978 až 2014 odhadují výši výdajového multiplikátoru kolem nuly, zatímco fiskální konsolidace založená na zvýšení rozpočtových příjmů vedla vždy k poklesu ekonomického růstu. (Nicméně v období finanční krize také snížení výdajů zpomalovalo růst výstupu.)

²¹ Makroekonomický přístup zpochybňují Figari, Paulus a Sutherland (2012), kteří poukazují na redistribuční důsledky fiskální konsolidace. Jelikož je citlivost spotřeby domácností, které čelí likvidním omezením, na příjmové šoky větší než na zvýšení daní, může pokles vládních výdajů vést ke snížení agregátní poptávky. Podle autorů je nutné rozlišovat mezi celkovým omezením rozpočtových výdajů a snížením příspěvků směřujících k domácnostem.

²² Dlouhodobější pokles rozpočtových výdajů může být centrální bankou také vnímán jako signál větší fiskální disciplíny. Zvláště snížení politicky citlivých výdajů může centrální banku stimulovat k podpoře ekonomické aktivity pomocí expanzivních monetárních opatření.

²³ Alesina, Favero a Giavazzi (2014) taktéž zmiňují, že nižší vládní výdaje mohou v budoucnu vést k poklesu kapitálových daní, který může napomoci růstu investic a výstupu. Velikost těchto efektů pak závisí, zda vláda omezí výdaje trvale nebo jen dočasně.

založené na poklesu vládních výdajů může mít za určitých okolností (např. za přítomnosti „silných“ fiskálních pravidel) pozitivní dopady na důvěru. Důvěra firem se také rychleji obnoví, pokud reforma veřejných financí klade důraz na snížení rozpočtových výdajů než na zvýšení daní, které potlačuje soukromé investice a spotřebu. Podle autorů je to právě důvěra soukromého sektoru, která sehraje klíčovou roli při ovlivňování kolísání celkového výstupu ekonomiky a přenosu fiskálních šoků do ekonomiky.

Podle MMF (2010) může pokles politicky citlivých výdajů, jako jsou vládní spotřeba, transfery nebo mzdy ve veřejném sektoru, zvýšit důvěru ekonomických subjektů v reformu veřejných financí a napomoci vyvážit negativní „keynesovský efekt“ na agregátní poptávku.²⁴ Cogan, Taylor, Wieland a Wolters (2012) dále tvrdí, že postupný a důvěryhodný pokles rozpočtových výdajů umožňuje soukromému sektoru se snadněji přizpůsobit, tj. bez větších nežádoucích narušení ekonomického vývoje. Zvýšení daní bude naopak potlačovat podněty soukromého sektoru spořit, investovat a zvyšovat množství kapitálu. Růst daní může mít také negativní vliv na bohatství ekonomických subjektů (Alesina, Favero a Giavazzi, 2014), stejně jako snižovat nabídku práce a čisté mzdy pracovníků a (podobně jako v případě růstu příspěvků sociálního zabezpečení) zvyšovat reálné mzdy před zdaněním. Ve výsledku může pak dojít k poklesu ziskovosti, investic a konkurenceschopnosti firem (Alesina a Ardagna, 2009 nebo Perotti, 2011).²⁵

Závěr

Fiskální konsolidace získává často na popularitě, dokud vláda skutečně nepřistoupí k omezení vládních výdajů a zvýšení daní. Její realizace se také paradoxně stává obtížnější, když ekonomika zažívá období růstu a zlepšení cyklického deficitu, které zakrývá problémy spojené s nadměrným strukturálním deficitem. Současný hospodářský vývoj nicméně vytváří v mnoha zemích podmínky pro reformu veřejných financí, jejímž cílem by mělo být snížení zadluženosti vzniklé v období finanční a ekonomické krize.

Ukazuje se, že rozpočtové deficity ovlivňují výkonnost národní ekonomiky. Vládní rozhodnutí v oblasti veřejných financí spoluurčují objem finančních prostředků dostupných pro soukromé investice i výši tržní úrokové míry. Její změny ohrožují fiskální stabilitu země, vyvolávají šoky na finančních trzích a oslabují růstové vyhlídky. Efektivnost fungování ekonomiky rovněž snižuje vyšší daňové zatížení, které je nezbytné k udržení anebo omezení veřejného dluhu.

Vysoký veřejný dluh pravděpodobně potlačuje růst potenciálního produktu a tím i udržitelnost nadměrného zadlužení v dlouhém období. Na druhou stranu „rychlá“ konsolidace veřejných financí může snižovat tempo růstu současného produktu a oddálit zlepšení fiskálních ukazatelů. Při plánování a realizaci reformy veřejných financí by vláda měla usilovat, aby případné nežádoucí dopady na ekonomickou výkonnost byly vyváženy přínosy plynoucími ze zajištění udržitelnosti dluhu a odvrácení fiskální krize.

Očekávané pozitivní dopady fiskální konsolidace jsou spojovány s růstem soukromých výdajů, který je povzbuzen poklesem úrokových měr, zvýšením důvěry, snížením nejistoty

²⁴ V této souvislosti Ostry, Ghosh a Espinoza (2015) upozorňují, že země s největším růstem veřejného dluhu snižují nejvíce právě vládní investiční výdaje. Důvodem je z politického hlediska snadnější omezení těchto výdajů než snížení běžných vládních výdajů.

²⁵ S odkazem na další studie Perotti (2011) také uvádí, že fiskální konsolidace (založená na snižování rozpočtových výdajů) může způsobit pokles zaměstnanosti ve veřejném sektoru, který snižuje pravděpodobnost nalezení zaměstnání v soukromém sektoru, a pokles mezd státních zaměstnanců. To může vést ke snížení výše rezervačních mezd a mzdových požadavků odborových svazů pro pracovníky v soukromém sektoru. Firmy mohou následně dosahovat vyššího zisku, realizovat více investic a zvyšovat svoji konkurenceschopnost.

nebo zmenšením daňové zátěže v budoucnu. Kromě většího prostoru pro působení automatických stabilizátorů a přijetí diskrečních fiskálních opatření mohou vlády rovněž využívat nižší rizikové prémie a výpůjčních nákladů. Na nabídkové straně existuje možnost růstu pracovní nabídky nebo zlepšení alokační a výrobní efektivity. Obavy naopak vyvolávají případné změny krátkodobého ekonomického růstu, jejichž velikost je obtížně předvídatelná. Úspěch reformy veřejných financí tak závisí do značné míry na správnosti odhadu výše fiskálních multiplikátorů.

V ekonomické literatuře můžeme nalézt požadavky či podmínky, za kterých fiskální konsolidace vedla v minulosti ke zvýšení hospodářského růstu. Přijatá restriktivní fiskální opatření se opírala především o snižování vládních výdajů, byla trvalé povahy a vhodně načasovaná (včetně zveřejňování relevantních informací). Současně byla doprovázena uvolněnější monetární politikou, depreciací měnového kurzu a dohodami, které zabraňovaly případnému růstu mezd. Kromě monetární politiky sehrála často důležitou roli i např. liberalizace pracovních trhů a trhů finální produkce. Jako důležité se rovněž ukazuje kvalita institucionálního prostředí (např. zavedení fiskálních pravidel), výše rizika státního bankrotu nebo načasování fiskálních reforem. Obecně je vhodnější provádět fiskální konsolidaci v době expanze ekonomiky než v recesi, zvláště když jsou restriktivní fiskální opatření přijímána v mnoha zemích současně.

Literatura

- [1] AFONSO, A. a R. M. SOUSA, 2009. The macroeconomic effects of fiscal policy. *ECB Working Paper Series*, 2009(991), 1-53. ISSN 1725-2806.
- [2] ALESINA, A. F. a S. ARDAGNA, 2009. *Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending* [online]. NBER Working Paper No. 15438 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.nber.org/papers/w15438.pdf
- [3] ALESINA, A., C. FAVERO a F. GIAVAZZI, 2014. *The output effect of fiscal consolidation plans* [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: scholar.harvard.edu/files/alesina/files/output_effect_fiscal_consolidations_oct_2014.pdf
- [4] AUERBACH, A. J., 2002. *Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy* [online]. NBER Working Paper No. 9306 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.nber.org/papers/w9306.pdf
- [5] AUERBACH, A. J. a W. G. GALE, 2009. *Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic activity* [online]. NBER Working Paper No. 15407 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.nber.org/papers/w15407
- [6] BAUM, A., M. POPLAWSKI-RIBERO a A. WEBER, 2012. *Fiscal Multipliers and the State of the Economy* [online]. IMF Working Paper No. WP/12/286 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12286.pdf
- [7] BEETSMA, R., J. CIMADOMO, O. FURTUNA a M. GIULIODORI, 2015. The confidence effects of fiscal consolidations. *ECB Working Paper Series*, 2015(1770), 1-56. ISSN 1725-2806.
- [8] BLANCHARD, O. a D. LEIGH, 2013. *Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers* [online]. IMF Working Paper No. WP/13/1 [online]. [vid. 15. 2. 2016]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf
- [9] CARLIN, W. a D. SOSKICE, 2006. *Macroeconomics: Imperfections, Institutions & Policies*. 1. vyd. Oxford: Oxford University Press. ISBN 978-0-19-877622-2.

- [10] COGAN, J. F., J. B. TAYLOR, V. WIELAND a M. WOLTERS, 2012. *Fiscal Consolidation Strategy* [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: web.stanford.edu/~johntayl/CoganTaylorWielandWolters_120614.pdf
- [11] COTTARELLI, C. a L. JARAMILLO, 2012. *Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies* [online]. IMF Working Paper No. WP/12/137 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12137.pdf
- [12] COTTARELLI, C. a R. MOGHADAM, 2011. *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis* [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf
- [13] DeLONG, J. B. a L. H. SUMMERS, 2012. *Fiscal Policy in a Depressed Economy* [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: larrysummers.com/wp-content/uploads/2012/10/2012_spring_BPEA_delongsummers.pdf
- [14] DeLONG, J. B. a L. D. TYSON, 2013. *Discretionary Fiscal Policy as a Stabilization Policy Tool: What Do We Think Now That We Did Not Think in 2007?* [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/fiscal/pdf/tyson.pdf
- [15] EYRAUD, L. a A. WEBER, 2013. *The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation* [online]. IMF Working Paper No. WP/13/67 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1367.pdf
- [16] FATÁS, A. a L. H. SUMMERS, 2015. The Permanent Effects of Fiscal Consolidation. *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, **2015**(10902), 1-34. ISSN 0265-8003.
- [17] FIGARI, F., A. PAULUS a H. SUTHERLAND, 2015. *The design of fiscal consolidation measures in the European Union: Distributional effects and implications for macroeconomic recovery* [online]. EUROMOD Working Paper Series No. 5/15 [vid. 15. 2. 2016]. Dostupné z: www.iser.essex.ac.uk/research/publications/working-papers/euromod/em5-15.pdf
- [18] FLETCHER, K. a D. SANDRI, 2015. *How Delaying Fiscal Consolidation Affects the Present Value of GDP* [online]. IMF Working Paper No. WP/15/52 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1552.pdf
- [19] INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010. *World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing*. Washington: International Monetary Fund. ISBN 978-1-58906-947-3.
- [20] INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2013. *Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies* [online]. IMF Policy Paper [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/072113.pdf
- [21] JORDÀ, Ò. a A. M. TAYLOR, 2013. *The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effects of Fiscal Policy* [online]. NBER Working Paper No. 19414 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.nber.org/papers/w19414.pdf
- [22] KATARYNIUK, I. a J. VALLÉS, 2015. Fiscal Consolidation After The Great Recession: The Role of Composition. *Banco de España Documentos de Trabajo*, **2015**(1515), 1-30. ISSN 1579-8666.
- [23] MISHKIN, F. S., 2012. *Macroeconomics: Policy and Practice*. 1. vyd. Boston (MA): Pearson Education. ISBN 978-0-321-43633-7.

- [24] MOLNÁR, M., 2012. Fiscal consolidation: What factors determine the success of consolidation efforts? *OECD Journal: Economic Studies*, **2012**(1), 1-29. ISSN 1815-1973.
- [25] OECD, 2012. *What are the Best Policy Instruments for Fiscal Consolidation?* [online]. OECD Economics Department Policy Note No. 12 [vid. 15. 2. 2016]. Dostupné z: www.oecd.org/eco/public-finance/50100775.pdf
- [26] OSTRY, J. D., A. GHOSH a R. ESPINOZA, 2015. *When Should Public Debt Be Reduced?* [online]. IMF Staff Discussion Note No. SDN/15/10 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf
- [27] PEROTTI, R., 2011. *The "Austerity Myth": Gain Without Pain?* [online]. NBER Working Paper No. 17571 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.nber.org/papers/w17571.pdf
- [28] REINHARTOVÁ, C. M. a K. S. ROGOFF, 2013. *Tentokrát je to jinak: Osm století finanční pošetilosti*. 1. vyd. Praha: Dokořán. ISBN 978-80-7363-537-4.
- [29] ROMER, CH. D., 2012. *Fiscal Policy in the Crisis: Lessons and Policy Implications*. [online]. [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: eml.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf
- [30] SPILIMBERGO, A., S. SYMANSKY, O. BLANCHARD a C. COTTARELLI, 2008. *Fiscal Policy for the Crisis* [online]. IMF Staff Discussion Note No. SDN/08/01 [vid. 15. 12. 2015]. Dostupné z: www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf