



VELKÁ DEBATA O MULTIPLIKÁTORU: Možnosti pro fiskální stimul v České republice

Pražský institut pro globální politiku – Glopolis
Prosinec 2012

 glopolis

OBSAH

SHRNUTÍ	4
ÚVOD	5
ÚSPORY, EXPANZE A VELKÁ DISKUSE O MULTIPLIKÁTORU	6
ARGUMENTY PRO EXPANZI	7
ARGUMENT PRO ÚSPORY	8
ODHADOVÁNÍ MULTIPLIKÁTORŮ	10
ČESKÝ FISKÁLNÍ MULTIPLIKÁTOR	11
MOŽNOSTI ČESKÉ POLITIKY	13
ZÁVĚR	15
LITERATURA	16



SHRNUTÍ:

Globální diskuse mezi zastánci politiky expanzivních opatření a zastánci politiky úsporných opatření probíhá na všech úrovních od G20 přes EU až po jednotlivé národní vlády. Bezprostředně po začátku finanční krize se většina zemí rozhodla pro expanzivní politiku, ale v roce 2010 se většina z nich naopak přiklonila k úsporám. Zdá se, že na konci roku 2012 se diskuse přiblížila k dalšímu přelomovému bodu, přičemž jedním z důvodů je i přehodnocení odhadované hodnoty fiskálních multiplikátorů. MMF došel k závěru, že multiplikátory jsou v podmínkách krize podstatně vyšší, než se původně předpokládalo. Tím

dochází k výraznému zvýšení ztrát HDP v důsledku úsporných opatření a zároveň se tím zvyšuje atraktivita expanzivních opatření, jako reakce na pokračující recesi, alespoň pro země, které si mohou levně půjčovat. Tato studie přístupným způsobem shrnuje průběh diskuse mezi zastánci úsporných a expanzivních opatření, a shrnuje nedávné odhady multiplikátorů několika ekonomik, včetně jejich důsledků pro fiskální politiku v České republice. Studie dospívá k závěru, že stimuly zaměřené na oblast stavebnictví, jako například dotace na zateplování budov, jsou vhodnou alternativou prorůstové politiky.

ÚVOD

Diskuse o optimální reakci na finanční krizi, která začala před více než pěti lety, osciluje mezi dvěma stylizovanými extrémami. Na jedné straně jsou zastánci úsporných opatření, kteří trvají na tom, že rozpočtové škrty jsou nejrychlejší a nejbezpečnější cestou k ekonomickému oživení. Na druhé straně jsou zastánci expanzivních opatření, kteří argumentují ve prospěch fiskálních stimulů, jako nejlepší cestě k opětovnému nastartování ekonomiky a překonání krize. Na všech úrovních, kde tato debata probíhá, a to od globálního fóra G20 přes Evropskou radu až k národním vládám, jsou příznivci obou táborů dobře vyzbrojeni přesvědčivými metaforami, empirickými argumenty a doporučeními renomovaných ekonomů. Nicméně, jediným jasným závěrem vyplývajícím z této diskuse je, že ekonomové, politici a nakonec i voliči zůstávají i nadále rozděleni v oblasti podpory politiky, kterou prezentuje jedna nebo druhá skupina.

V zásadě by debatu mohlo rozhodnout jediné číslo: hodnota fiskálního multiplikátoru. Pokud je tato hodnota vyšší než jedna, je lepší naslouchat doporučením zastánců expanzivních opatření, protože každé euro fiskální expanze vytvoří více než jedno euro dodatečného HDP, a tím dojde k opětovnému ekonomickému oživení. Pokud je ovšem fiskální multiplikátor nižší než jedna, tak každé euro zvýšených výdajů vytvoří méně než jedno euro dodatečného HDP. V tomto případě by vlády měly věnovat pozornost doporučením zastánců úsporných opatření a měly by pokračovat v úsporných opatřeních a snižování zadlužení. Jaká je tedy hodnota tohoto čísla?

Poctivá odpověď je, že ani empiričtí ekonomové si nejsou úplně jisti. Dva důvody pro tuto neurčitost shrnul Robert Solow, laureát Nobelovy ceny a profesor ekonomie na MIT:

„Problém spočívá v tom, že stávající odhady úrovně multiplikátorů se výrazně liší, a to od negativních hodnot až k výrazně kladným hodnotám. To nebudí důvěru. Musíme pochopit proč je toto rozpětí tak široké, a poté nalézt přijatelný způsob jak jej zúžit. Existuje zde patrná tendence, kdy ti, kteří a priori neschvalují diskreční fiskální opatření, odhadují nižší hodnotu multiplikátorů a ti, kteří ji schvalují, dochází k vyšším hodnotám multiplikátorů (Solow 2012:1).“

Hodnota fiskálního multiplikátoru ve značné míře závisí na kontextu příslušné ekonomiky v daném časovém období. Z toho důvodu je velmi obtížné odhadnout jeho hodnotu v poněkud nezvyklém kontextu globální finanční krize, pro kterou - naštěstí - neexistuje mnoho relevantních precedentů. Hodně proto záleží na volbě ekonomického modelu a jeho empirické specifikaci. Výběr záleží na ekonomech, kteří postupují na základě svých názorů o účinnosti fiskální politiky. Výběr ekonomického modelu se následně stává předmětem politické diskuse.

Důkladný empirický výzkum může ovšem poskytnout cestu ze slepé uličky zúžením rozpětí odhadovaných hodnot multiplikátorů, nebo dokonce vytvořením konsensu. Ekonomové se snaží o co nejpresnější specifikaci svých modelů podle daných okolností příslušné ekonomiky, což nám umožňuje lépe chápat jak faktory, jako je úroveň rozvoje, otevřenost obchodu, režim směnného kurzu nebo úroveň finanční stability, ovlivňují hodnotu fiskálního multiplikátoru. Tato vylepšení existujících odhadů mohou změnit rovnováhu názorů mezi zastánci úsporných a expanzivních opatření.

Zdá se, že globální diskuse k takovému bodu obratu dospěla. V době, kdy finanční krize v roce 2008 a 2009 vrcholila, se většina vlád přiklonila k expanzivním opatřením a přijala fiskální stimuly a podpory pro finanční sektor. V letech 2010 a 2011 se politické kyvadlo vychýlilo k úsporným opatřením, protože téměř všude se novým pravidlem stala finanční konsolidace. Na konci roku 2012 však dochází ke zpochybnění názoru zastánců úsporných opatření, v neposlední řadě také z toho důvodu, že nedávné odhady úrovně fiskálních multiplikátorů jsou mnohem vyšší. Zdá se, že v kontextu krize mají tyto multiplikátory nejen vyšší hodnotu, než se původně předpokládalo, ale jsou i vyšší než jedna. Z toho důvodu existují u některých ekonomik pádné důvody pro přechod od politiky úsporných opatření k expanzivní politice.

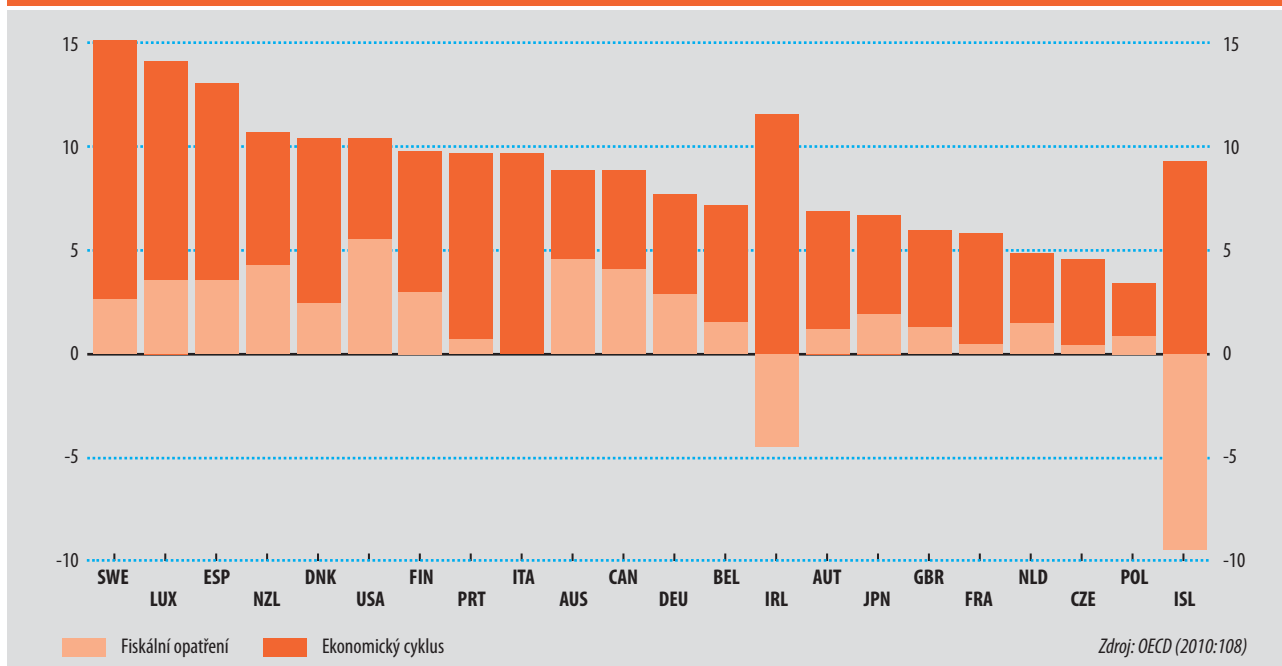
Účelem této studie je zhodnotit globální politickou diskusi a nejnovější výsledky vědeckého výzkumu fiskálních multiplikátorů. Hodnocení začíná na globální úrovni a přibližuje se k implikacím nejnovějšího vývoje pro diskusi v České republice. Na závěr studie argumentuje, že existuje prostor pro expanzivní politiku, která je přesně zacílená a nenarušuje cíle fiskální konsolidace.

ÚSPORY, EXPANZE A VELKÁ DISKUSE O MULTIPLIKÁTORU

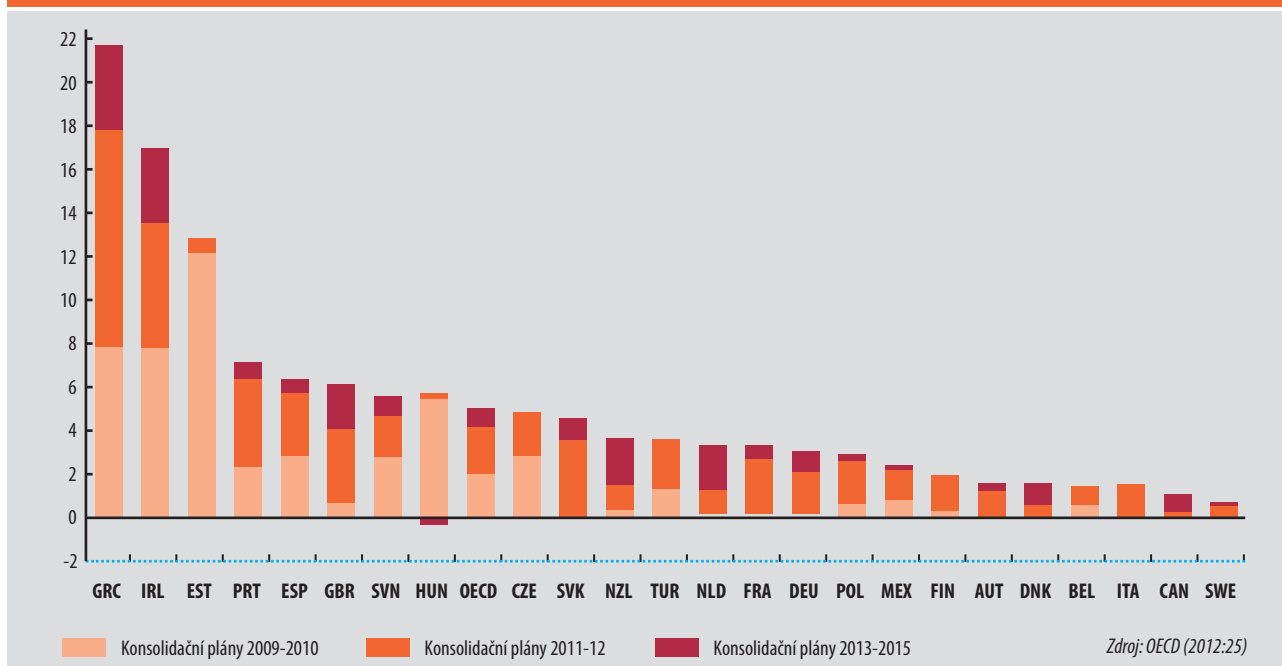
Počáteční reakcí na finanční krizi byla finanční expanze, s výjimkou zemí, které byly na hraně státního bankrotu, jako Island, Irsko, Maďarsko či Řecko (viz Tabulka 1). Americká vláda schválila Program na podporu problematických aktiv (TARP) a ev-

ropské vlády následovaly s řadou fiskálních stimů od bankovních záruk až po snižování daní či šrotovné. Od poloviny roku 2009 ovšem potřeba úsporných opatření začala dominovat globální ekonomické diskusi, a to od největších ekonomik až po nejmenší. Od roku 2010 se upustilo od aplikace expanzivních fiskálních plánů, které byly nahrazeny různými opatřeními na snižování výdajů a zvyšování daní (viz Tabulka 2).

Tabulka 1: Automatická a diskreční fiskální reakce na krizi v roce 2009



Tabulka 2: Oznámené konsolidační plány



V této části je shrnuta stylizovaná verze politické debaty mezi zastánci úsporných a expanzivních opatření. Je do značné míry zjednodušena, aby poukázala na základní logiku těchto dvou konkurenčních názorů, jež jsou v praxi všelijak kombinovány. Nicméně, výhodou vzájemného srovnání těchto dvou názorových proudů je to, že úroveň multiplikátoru by, alespoň v principu, mohla rozhodnout o tom, která ze stran diskuse nabízí účinnější doporučení.

ARGUMENTY PRO EXPANZI

Argumentace ve prospěch expanze v období globální ekonomické recese pramení z keynesiánského pojetí ekonomie, které vidí monetární uvolňování a fiskální stimuly jako cestu k opětovnému nastartování ekonomického růstu. Rostoucí ekonomika pak usnadňuje splácení dluhů, čímž snižuje dopady dluhové krize na státy, firmy i domácnosti. Základní myšlenkou je tak snaha „vyrůst z dluhů“.

Ovšem při monetární politice operující s téměř nulovými úrokovými sazbami (nebo i zápornými reálnými úrokovými sazbami) je k zahájení ekonomické expanze zapotřebí buď aplikovat inovace, jako například kvantitativní uvolňování, nebo se naopak uchýlit k tradičnímu zvýšení fiskálních výdajů. Každá z těchto možností přináší určitá rizika.

Kvantitativní uvolňování může za nepravděpodobných, ale možných okolností eskalovat v ekvivalent monetárního financování státního dluhu, což by mohlo vyvolat zvýšení inflace. Toto je ovšem riziko budoucnosti, které lze zmírnit, pokud centrální banky ukončí monetární stimuly ve správný okamžik. Diskreční finanční expanze také představuje určitá rizika, zejména pro země s vysokou mírou zadlužení.¹ Aby bylo možné stimulovat agregovanou poptávku zvýšením výdajů nebo snížením daní, musí si stát půjčit na finančních trzích. Avšak banky a další investoři, kteří sami zápasí s vlastní solventností kvůli ztrátám z krize, často nemají zájem o nové dluhopisy vysoce zadlužených zemí. Proto jsou nové půjčky pro některé země drahé — některé mají dokonce problémy se

splácením starých dluhů² — a nejsou v situaci, kdy mohou zavádět expanzivní opatření.³

Nicméně, v Evropě i v ostatních částech světa jsou státy s relativně nízkým zadlužením, silnou ekonomikou a nízkými nebo zápornými úrokovými sazbami. Takové státy jsou ideálními kandidáty pro fiskální expanzi a také by mohly pomoci svým obchodním partnerům nárůstem exportních příležitostí. Fiskální expanze je však v řadě těchto zemí omezována politicky.

Strategií zastánců expanze je v podstatě argument, že „problém se zadlužením se řeší dalšími dluhy“. Přestože je tento argument přijatelný ve stávající hospodářské situaci, chybí mu politický apel, a to právě v zemích, které mohou k expanzi přistoupit. Veřejné mínění v EU nenabízí jasné vodítko, neboť přibližně polovina respondentů preferuje to nejlepší z obou přístupů, tj. naléhá, aby vlády snížily zadluženost a zároveň podporovaly růst (viz Tabulka 3). Pokud respondenti vybírají mezi úspornými nebo expanzivními opatřeními, pak v zemích nejvíce postižených krizí preferují expanzi, zatímco v zemích méně zasažených krizí naopak upřednostňují úspory.

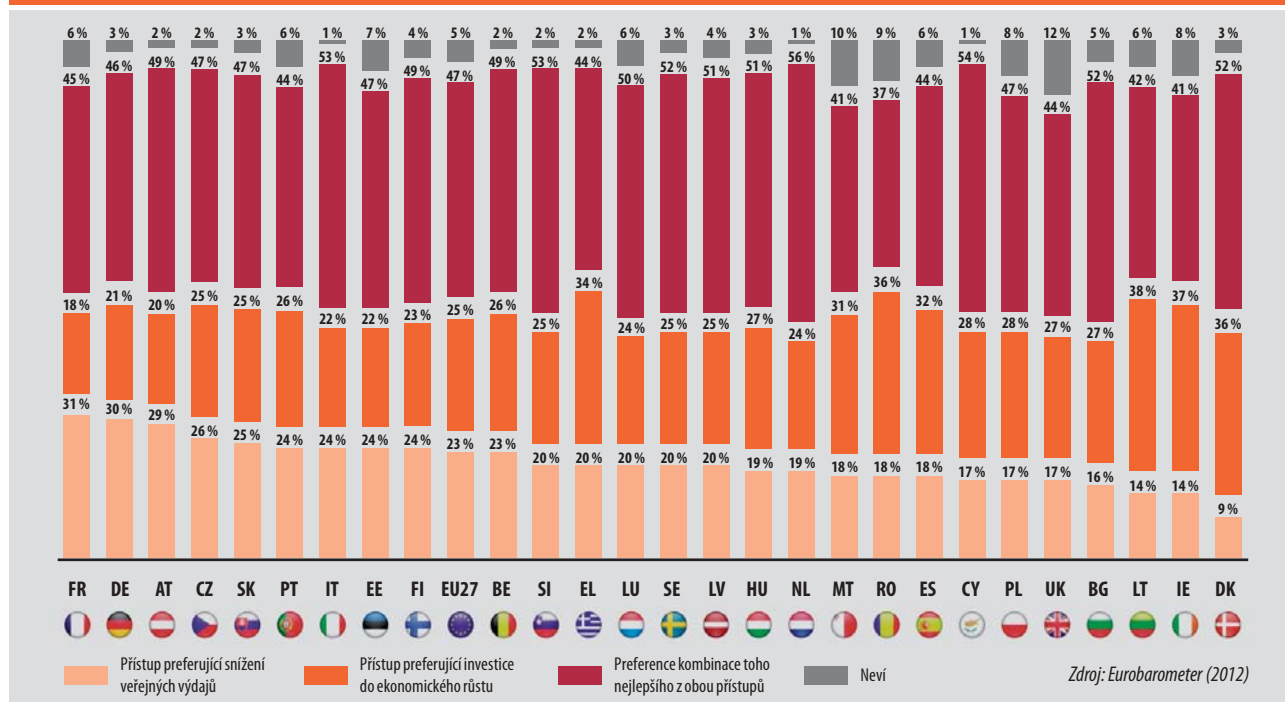
V Evropské unii, kde má diskuse o úsporných a expanzivních opatřeních jasný přeshraniční rozměr, je politická opozice fiskálních stimulů podporována nedostatkem důvěry v reformní závazky. Fiskální expanze v „severských“ zemích by pomohla postiženějším „jižním“ ekonomikám, a to zvýšením poptávky jejich exportu. Avšak historie neudržitelných politik na jihu kontinentu v kombinaci s nízkou kapacitou jejich politického systému prosazovat strukturální reformy, podkopává mezinárodní koordinaci fiskální politiky. I rozumné návrhy na expanzivní opatření jsou vnímány jako snižování každodenního tlaku na zavedení strukturálních reforem. Takový pohled ne-

1 Diskreční fiskální expanze se obecně definuje jako záměrná změna parametrů státních příjmů a výdajů s cílem zvýšit růst HDP nad úroveň účinků automatických stabilizátorů.

2 Výjimky tvoří státy s nezávislými a rezervními měnami (například USA) nebo státy, jejichž ekonomiky nebyly výrazně zasaženy globální krizí (například Německo). Tyto si mohou i nadále půjčovat na mezinárodních trzích za extrémně nízký – občas i záporný – úrok.

3 Tvrdší kritika expanzivních opatření se opírá o vytěšňující účinky diskrečních fiskálních výdajů, tzn., předkládá argument, že prozíraví spotřebitelé a investoři omezí své výdaje v očekávání budoucího zvýšení daní, jež bude zapříčiněno zvýšením národním dluhem. Validita tohoto argumentu – který se opírá o tak zvanou Rikardiánskou ekvivalenci – je zpochybňována v průběhu globální hospodářské recese (viz kapitola o multiplikátorech).

Tabulka 3: Optimální reakce na krizi podle obyvatel Evropy



jenom že ignoruje postup reforem v zemích, jako je Irsko a nakonec i Řecko, ale také dusí diskusi v zemích, které si fiskální expanzi mohou dovolit.

ARGUMENT PRO ÚSPORY

Argumentace ve prospěch úsporných opatření vychází se snahy o obnovení běžného fungování finančních trhů. Tato logika vyplývá ze skutečnosti, že po splasknutí bublin, které odstartovalo globální finanční krizi, začali být investoři znepokojeni zadlužením států, obchodních společností a domácností. Hromadí likviditu a odmítají investovat do cenných papírů, které emitují silně zadlužené subjekty, čímž dochází k protahování ekonomické krize, neboť reálné ekonomika ztrácí přístup k úvěrům. Bezodkladné snížení zadlužení prostřednictvím úspor je prezentováno jako řešení této krize důvěry.

Úsporná opatření se uskutečňují formou fiskální konsolidace a zvýšením daní⁴, které mají otočit veřejné

dluhy do přebytků z nichž se splatí dluhy. Navíc, příčiny předlužení jednotlivých společností, domácností i států, se eliminují strukturálními reformami. Ty se na straně poptávky zaměřují jednak na snižování fiskálních výdajů, ale také na dlouhodobé strukturální reformy, zahrnující změny sociální politiky, privatizaci či liberalizaci chráněných profesí. Na straně nabídky reformy zahrnují především změny v regulaci kapitálové přiměřenosti a proticyklické regulace na finančních trzích, a to přesto, že tyto návrhy jsou v částečném rozporu s nadřazeným cílem uklidnit trhy a obnovit půjčování.

Názory zastánců úsporných opatření v současnosti dominují politice v USA a Evropě. Tuto skutečnost ilustruje probíhající diskuse o fiskálním útesu v USA i reakce na krizi eura v Evropské unii. Snížení výdajů, zvýšení daní a zavedení strukturálních reforem jsou uvedeny v balíčcích opatření, na kterých se podílí MMF, od Islandu po Řecko a od Rumunska po Portugalsko. Evropská unie je také zakotvuje do své legislativy prostřednictvím Úmluvy o fiskální stabilitě, souboru nových nařízení a dalších reforem hospodářské správy EU. Zároveň však zesilují pochybnosti o úspěchu této strategie, protože po krátkém oživení v roce 2010 a 2011, se hospodářský růst vrací do záporných čísel v rostoucím počtu zemí.

4 „Pravověrný“ zastánců úsporných opatření může argumentovat ve prospěch zvýšení daní, protože napomáhají snížit zadlužení. Tento argument se ale obvykle kombinuje s debatou o negativních účincích zvýšení daní na ekonomický růst, tento argument se často redukuje na snižování výdajů. Tato diskuse je odvozena od diskuse o hodnotách multiplikátorů a bude popsána v další kapitole.

Tabulka 4: Shrnutí argumentů zastánců úspor i expanze

Zastánci expanzivních opatření	Zastánci úsporných opatření
Cíl: obnovit ekonomický růst k vyřešení dluhové krize	Cíl: vyřešit krizi důvěry
Monetární (a kvantitativní) uvolňování Fiskální expanze Dočasná opatření k zachování pracovních míst	Rozpočtové škrty, úsporná opatření Strukturální reformy Snížení dluhů a Úmluva o fiskální stabilitě
Problém: „splacení dluhu dalším dluhem“	Problém: „expanzivní kontrakce“
Ne všichni mohou pokračovat ve výdajích Politický odpor proti dalšímu zadlužování Odkládání strukturálních reforem	Důvěra není náhradou za poptávku Politická udržitelnost deflace Klesající HDP zvyšuje poměr dluhu k HDP

Argument, že úsporná opatření jsou nejlepší reakcí na krizi, se z velké části zakládá na myšlence „expanzivní kontrakce“. Zastánci úspor nepopírají, že nejlepší cestou z krize je co nejrychlejší obnovení ekonomického růstu, avšak trvají na tom, že jejich krátkodobé negativní dopady rychle převáží obnovená důvěra investorů, kteří začnou znovu investovat a zvýší kapitálové výdaje. Zvýšení důvěry v solventnost je klíčovou myšlenkou tak zvané expanzivní kontrakce, která ovšem nemá oporu v historické zkušenosti. Existují občasné případy, kdy došlo k rychlému obnovení hospodářského růstu po zavedení fiskálních úsporných opatření, obvykle v důsledku růstu vývozu. Avšak tyto případy se vyskytovaly pouze v situaci, kdy jeden stát byl v recesi, zatímco světová ekonomika rostla. MMF prošel všechny případy aplikovaných fiskálních úsporných opatření v zemích OECD a došel k závěru, že „úsporná opatření mají kontrakční účinky na soukromou domácí poptávku a HDP ... [zatímco] další studie pravděpodobně zveličují expanzivní účinky úsporných opatření.“ (Guajardo a kolektiv 2011).

Tato zjištění ukazují, že zvýšení tržní důvěry během globální krize, které je založeno na úsporných opatřeních, je nedostatečnou náhradou za agregovanou poptávku. Úspory, které prohlubují a prodlužují ekonomickou krizi, mohou ve skutečnosti snížit důvěru na finančních trzích, neboť poměrové ukazatele zadlužení se díky klesajícímu HDP zhoršují. Navíc, v diskusi o dopadech úsporných opatření se opomíjí otázka politické udržitelnosti prodlužované deflace. Ta může přispět k posunu politického extremismu z okrajové části politického spektra do hlavního proudu. Obavy z těchto posunů pak směřují hospodářskou politiku k nějaké kombinaci úsporných a expanzivních opatření. Ačkoli je taková kombinace zdánlivě

rozporuplná, jen tak se lze přiblížit k očekáváním veřejnosti, která požaduje zároveň snižování zadluženosti i podporu růstu.

Diskuse mezi zastánci expanzivních a úsporných opatření trvá již pět let a jasné řešení není stále v dohledu (viz Tabulka 4).⁵ V zásadě tuto debatu může rozhodnout jedno číslo: fiskální multiplikátor. Pokud je jeho hodnota vyšší než jedna, je názor zastánců expanzivních opatření následován hodný, protože každé euro fiskální expanze vytvoří více než jedno euro hodnoty HDP, a tím dojde k obnovení růstu, který usnadní splacení dluhu. Pokud je ovšem hodnota fiskálního multiplikátoru nižší než jedna, každé vynaložené euro vytvoří hodnotu nižší než jedno euro HDP. V takovém případě by vlády měly věnovat pozornost názoru zastánců úspor a měly by pokračovat ve snižování fiskálních nákladů. Jak je ovšem uvedeno v následující kapitole, odhad účinků multiplikátoru není vůbec jednoduchý, takže zatím neexistuje jasný

5 Rozpory se dále prohlubují s tím, jak roste počet odpovědí na sporné ekonomické otázky, které oba tábory rozdělují. Například, v otázce stability bankovního sektoru, zastánci úsporných opatření hovoří ve prospěch stability bank, trumfují obavou o poskytování úvěrů do reálné ekonomiky. Upřednostňují rekapitalizaci, přestože ta má za následek úvěrovou kontrakci. Naopak zastánci expanzivních opatření nejsou tolik znepokojeni kapitálovou přiměřeností a argumentují tím, že banky by měly podporovat reálnou ekonomiku poskytováním úvěrů, neboť stačí když splňují minimální regulatorní požadavky. Podle jejich názoru, čas pro rekapitalizaci bank přijde, až hospodářství znovu poroste. Tyto dva protichůdné názory také nesouhlasí s příčinami vysoké nezaměstnanosti v USA a dalších rozvinutých zemích. Zastánci úsporných opatření vidí příčinu v nevhodné strukturální kombinaci mezi dovednostmi nezaměstnaných a ekonomikou, která čím dál víc spoléhá na vysoký podíl znalostí. Zastánci expanzivních opatření vidí příčinu nezaměstnanosti v nedostatečné agregované poptávce. Prvně jmenovaní obhajují přeškolení, zatímco poslední jmenovaní obhajují ekonomickou expanzi, která aktivně využije stávající dovednosti nezaměstnaných.

závěr, který by diskuzi jednoznačně nasměroval k jednomu či druhému extrému. I z toho důvodu je určitá kombinace politiky úsporných a expanzivních opatření nejvíce pravděpodobnou reakcí na vleklou recesi, jak zmíněno na příkladu České republiky v závěrečné kapitole.

ODHADOVÁNÍ MULTIPLIKÁTORŮ

Vypracovat odhad multiplikátorů není jednoduchý úkol. Existují zde alespoň dva zásadní problémy. Zaprvé zde existuje obousměrná kauzalita mezi státními výdaji a růstem HDP. Z toho důvodu nelze snadno říct, zda HDP vzrostlo na základě fiskálního stimulu nebo naopak. Analytici v oboru ekonometrie, kteří pracují na odhadu „toho správného“ agregovaného multiplikátoru se potřebují opřít o případy exogenně vyvolaných změn ve fiskální politice, které nesouvisejí s obecným hospodářským vývojem. Velmi oblíbené jsou případy zvýšených výdajů na zbrojení před válkami. Jedná se ovšem o relativně vzácné okolnosti, které mohou být velmi odlišné od stávající situace, a proto irelevantní.

Spolehlivý odhad úrovně multiplikátorů je dále komplikovaný také z důvodu existence dalších vlivů, ať už se jedná o monetární politiku, či různé strukturální charakteristiky, které jsou v každé ekonomice jiné. Pokud centrální banka zpřísní monetární politiku v reakci na fiskální expanzi, multiplikátory budou nižší. Pokud tuto politiku uvolní, hodnota multiplikátoru vzroste. V případě, že úrokové

sazby mají téměř nulovou hodnotu (a pokud lze očekávat, že centrální banka nezmění svoji politiku, dokud nedojde k jasným signálům hospodářského růstu a k inflačním tlakům), účinky fiskální politiky budou pravděpodobně značné. Ve stávající situaci téměř nulových úrokových sazeb by tak měly být multiplikátory na vyšší úrovni, pokud ovšem nejsou omezeny dalšími strukturálními faktory.

V tradiční makroekonomické modely zahrnují faktory jako je úroveň hospodářské vyspělosti, mobilitu kapitálu, otevřenost obchodu a režim pro směnné kurzy. Velikost multiplikátorů také závisí na reakci domácností a firem na fiskální stimuly, které se mohou velmi lišit, pokud jsou silně zadluženy a jakýkoliv další příjem používají na splacení dluhů, nebo pokud nemají problémy se zadlužením, a dodatečný příjem hned utratí. Hodnota multiplikátoru závisí i na časovém horizontu. Některá opatření přinášejí okamžité výsledky, jiná se projeví až za delší časové období. Účinky jakéhokoliv stimulu v neposlední řadě také závisí na kapacitě státu vynaložit výdaje v souladu s jejich účelem bez rozsáhlých úniků kvůli korupci a nekompetentnosti. Ekonomické studie, které tyto rozdíly zohledňují dochází k dramaticky odlišným odhadům hodnot agregovaných multiplikátorů (viz Tabulka 5).

Tabulka 5 uvádí shrnutí hlavních údajů ze dvou významných studií, ve kterých je uveden odhad hodnoty fiskálních multiplikátorů dodatečných fiskálních výdajů v ekonomikách OECD. Nejvýznamnějším zjištěním těchto studií je skutečnost, že úroveň fiskálních multiplikátorů se velmi liší v závislosti

Tabulka 5: Faktory, které mají vliv na multiplikátory

	M		M
Odhad multiplikátorů - Ilezetzi a kolektiv (2010)			
Uzavřená ekonomika	1.60	Otevřená ekonomika	0.07
Rozvinutá ekonomika	1.04	Rozvíjející se ekonomika	0.79
Fixní směnný kurz	1.50	Flexibilní směnný kurz	- 0.31
Odhad multiplikátoru - Corsetti a kolektiv (2012)			
Fixní směnný kurz	1.10	Flexibilní směnný kurz	téměř 0
Vysoké zadlužení veřejných financí	0.10	Nízké zadlužení veřejných financí	téměř 0
Finanční systém s potížemi	2.10	Zdravý finanční systém	téměř 0

na strukturálních podmínkách. Závěry obou studií implikují, že v otevřených, rozvíjejících se ekonomikách s flexibilními směnnými kurzy je hodnota fiskálních multiplikátorů opravdu nízká, zejména pokud mají nízký dluh veřejných financí a zdravý finanční systém. Naopak v rozvinutých ekonomikách s velkým vnitřním trhem, režimem fixních směnných kurzů, vysokým zadlužením veřejných financí a destabilizovaným finančním sektorem je účinek fiskálních stimulů mnohem vyšší.

Při aplikaci těchto zjištění na stávající situaci v Evropě lze odvodit doporučení, že velké rozvinuté ekonomiky, jako je Francie a Německo, by měly přistoupit k fiskální expanzi. Hodnoty multiplikátorů u těchto typů ekonomik budou pravděpodobně vyšší než jedna, takže indukovaný růst HDP vytvoří prostředky na úhradu dočasných deficitů. Naopak hodnoty multiplikátorů malých, otevřených a stabilních ekonomik, jako je Česká republika nebo Slovensko, pravděpodobně nebudou vyšší než jedna, z toho důvodu lze předpokládat, že účinky fiskální expanze na růstu HDP budou pravděpodobně nízké. Nicméně i tento závěr je třeba dále kvalifikovat.

Empirické odhady hodnoty fiskálních multiplikátorů jsou založeny primárně na údajích o zemích OECD za poslední tři až čtyři dekády. Vzhledem k tomu, že tato krize je nejhlubší za posledních přibližně 80 let, je diskutabilní, zda jsou tyto údaje dostatečným vodítkem pro současnou situaci. Nedávná změna pohledu MMF na fiskální multiplikátory naznačuje, že existující odhady skutečně podceňují hodnotu fiskálních multiplikátorů během krize.

Od roku 2008 MMF a další mezinárodní organizace shodně podcenily hloubku a rozsah recese ve většině států (MMF 2012a). Při analýzách chyb v odhadech došel MMF k závěru, že pravděpodobným vysvětlením je fakt, že hodnoty fiskálních multiplikátorů v současné krizi jsou vyšší, než se předpokládalo, i proto, že jejich účinky jsou zesíleny mezinárodním obchodem (MMF 2012a, Mody 2012). Mezinárodní měnový fond vytvořil odhad předpokládané hodnoty fiskálních multiplikátorů, který poskytoval vysvětlení pro hlubší krizi, a v říjnu 2012 došel k následujícímu závěru: „multiplikátory, které se aplikovaly pro vytvoření prognóz, měly příliš nízkou hodnotu od začátku velké hospodářské recese, a to o 0,4 až 1,2 bodu. V závislosti na zdroji prognózy a podrobnostech příslušného postupu při vypra-

cování odhadu. Neformální informace naznačují, že multiplikátory, které se implicitně použily pro vytvoření těchto prognóz, mají hodnotu přibližně 0,5. Skutečné hodnoty multiplikátorů mohou být vyšší, v rozpětí od 0,9 do 1,7.“ (MMF 2012a:41). Jinými slovy, pokud je analýza MMF tentokrát správná, fiskální multiplikátory v současné krizi jsou dvakrát až třikrát vyšší než vyplývalo z odhadů založených na datech z minulých dekád.⁶

Takové zjištění má významné důsledky pro diskusi mezi zastánci úsporných a expanzivních opatření. Nasvědčuje, že došlo k výraznému podcenění nákladů na fiskální úsporná opatření z pohledu růstu HDP a životní úrovně. Závěr MMF nevyhnutelně staví zastánce úsporných opatření do defenzívy v politických diskusích a dává váhu argumentům zastánců expanzivních opatření. Lze ovšem stěží odhadnout, zda alespoň v některých zemích toto může změnit rovnováhu v ekonomické diskusi ve prospěch rozsáhlejší fiskální expanze.

ČESKÝ FISKÁLNÍ MULTIPLIKÁTOR

Globální diskuse o multiplikátorech má významné důsledky pro politická rozhodnutí v České republice. Strukturální parametry české ekonomiky napovídají, že hodnoty fiskálních multiplikátorů budou velmi nízké. Česká ekonomika je relativně malá, extrémně otevřená, méně rozvinutá ve srovnání s hlavními obchodními partnery a spoléhá na řízený, ale flexibilní režim směnného kurzu. Z toho důvodu splňuje všechny charakteristiky, které podle Ilzetzkého a kolektivu (2012) snižují hodnotu multiplikátoru. Úroveň zadlužení veřejných financí je relativně nízká, okolo 42 % HDP, a finanční sektor je stabilní a v podstatě překapitalizovaný. Tyto okolnosti také snižují předpokládanou hodnotu multiplikátorů v analýze Corsettiho a kolektivu (2012).

I kdybychom zahrnuli nedávnou změnu názoru MMF, česká ekonomika asi nebude kandidátem pro rozsáhlou fiskální expanzi. Extrémní otevřenost a flexibilita směnného kurzu jsou nejvýznamnější charak-

6 Analytici Evropské centrální banky nepřímo nesouhlasí s aplikací tohoto zjištění v krizi eurozóny, protože jejich výsledky, které byly zveřejněny v říjnu 2012, potvrzují odhady úrovně multiplikátoru pro eurozónu, která je nižší než jedna (viz Coenen a kolektiv 2012).

Tabulka 6: Odhad státních výdajových multiplikátorů pro Českou republiku

Zdroj	Odhadovaná úroveň multiplikátoru
Barrel a kolektiv (2004)	0.4
Král a kolektiv (2005)	0.6
Radkovský a Štiková (2008)	0.2 (pouze soukromé HDP)
Ambriško a kolektiv (2011)	0.3 až 0.6
Prušvic (2010)	0.47
Klyuev a Snudden (2011)	0.13 – 0.2 (zdanění práce) 0.13 (spotřební daň) 0.3 – 0.41 (státní spotřeba) 0.41 – 0.7 (státní investice)

Zdroj: Ambriško a kolektiv (2012)

teristiky české ekonomiky, takže i kdyby byly fiskální multiplikátory podhodnoceny o dvojnásobek nebo trojnásobek, jak odhaduje MMF, předpokládaná hodnota multiplikátoru by velmi pravděpodobně nebyla vyšší než jedna (viz. Tabulka 5, sloupec 4).

Tento závěr je v souladu s politickou debatou v České republice, která předpokládá, že hodnoty fiskálních multiplikátorů jsou nízké. Ve svém protikrizovém plánu z roku 2009 Národní ekonomická rada vlády (NERV 2009) předložila argumenty proti diskrečním fiskálním stimulům, jako bylo oblíbené „šrotovné“, a to na základě toho, že 80 % jakéhokoliv stimulu by uniklo do zahraničí výdaji na dovozy.⁷ Ministr financí také několikrát opakoval, že 75 - 80 % stimulu by uniklo z ekonomiky díky její otevřenosti (Mládek 2012).

Ve výjimečných případech, když se kvantitativní analýza používá pro podporu politických rozhodnutí v České republice, je hodnota zvoleného multiplikátoru ve skutečnosti vyšší než implikuje globální analýza. Česká národní banka ve svých zprávách o inflaci uvádí 0,6 jako oficiální hodnotu multiplikátoru (viz ČNB 2011, ČNB 2012). Jde o stejný multiplikátor, který byl identifikován ve studii analytiků ČNB v roce 2005 (viz Král a kolektiv 2005) a zhruba odpovídá úrovni, která byla zjištěna i na základě dalších studií (viz Tabulka 6). Odpovídá také obvyklému rozpětí hodnoty multiplikátorů, které aplikují mezinárodní organizace, jak uvádí MMF (2012: 41). V nejnovějších

hodnoceních české ekonomiky ze strany MMF i ČNB se shodně hovoří o tom, že hodnota relevantního multiplikátoru může být i vyšší.

V nejnovější zprávě o inflaci z října 2012 ČNB znovu potvrdila aplikaci multiplikátoru na úrovni 0,6 pro základní prognózy hospodářského rozvoje (ČNB 2012: 25). Zároveň ovšem ČNB poprvé připustila, že úroveň multiplikátoru „v období fiskální restriktce, slabé externí poptávky a silné nejistoty ohledně vývoje v Euro zóně může být vyšší než obvykle“ (ČNB 2012: 21). V souladu se změnou v globální diskusi scénář ČNB nyní předpokládá možnost, že hodnota multiplikátoru je 1,0, což by naznačovalo, že dopad pokračujících úsporných opatření má větší vliv na HDP, než se původně předpokládalo.

MMF kritizuje členské státy za přehnaná úsporná opatření jen ve velmi výjimečných případech, jeho poslední zpráva o stavu české ekonomiky je však jednou z těchto výjimek. MMF uvedl, že fiskální konsolidace a cílové hodnoty deficitu pro rok 2012–13 jsou procyklické a prohlubují recesi při zhoršeném výhledu pro hospodářský růst v dalších letech. (MMF 2012b). MMF přijal skutečnost, že fiskální multiplikátor je na nízké úrovni a nedoporučil bezprostřední expanzi. Předložil ovšem argument ve prospěch uvolnění automatických stabilizátorů, tzn. zamezit zvýšení DPH a snížení důchodů v době recese, a to vzhledem k tomu, že zadlužení státu je nízké a Česká republika nemá problémy na trzích s dluhopisy (MMF 2012b:7).

⁷ Výhodou otevřenosti české ekonomiky je, že – zejména výrobci automobilů – měli výrazný prospěch z fiskálního stimulu u obchodních partnerů, především Německa.

Tabulka 7: Průmyslové multiplikátory

Průmyslové odvětví	Odhad
Stavebnictví	2.54
Energetika	2.43
Potravinářský průmysl	2.26
Dřevozpracující průmysl	2.23
Dopravní prostředky	2.12
Zpracovatelským průmysl	2.08

Zdroj: Rojíček (2007: 139). Odhady vychází z tabulek pro vstupy a výstupy Českého statistického úřadu.

MOŽNOSTI ČESKÉ POLITIKY

Globální ani česká politická debata nepřinesla jasný závěr ve prospěch expanzivních nebo úsporných opatření. V debatách o hospodářské politice se kyvadlo začíná vracet na stranu expanzivní politiky, avšak k žádné změně kurzu ještě nedošlo. Ekonomická diskuse i názor veřejnosti zůstávají rozpolcené, když většina obyvatel požaduje snižovat zadlužení (úsporná opatření) i obnovení hospodářského růstu (expanzivní opatření). Byť je takový požadavek zdánlivě rozporuplný, ale při podrobnějším pohledu lze kombinovat úspory s prorůstovou expanzí.

Velká debata o multiplikátoru se zaměřuje na agregované fiskální multiplikátory na úrovni národních ekonomik jako celku, neboť pouze na této úrovni lze v odhadech zohlednit i substituční efekty fiskální expanze.⁸ Multiplikační účinky ovšem existují také na úrovni jednotlivých politik a lze je odhadnout z odvětvových input-output tabulek, třebaže pouze na základě zavádějícího předpokladu, že díky zvýšení výdajů v jednom odvětví by nedošlo k přesunu zdrojů z jiných odvětví. Pokud budeme mít tuto námitku na paměti, analýza se může přesunout na mikro úroveň, kde lze hledat odvětví s nejvyššími multiplikátory, na něž by bylo možné zaměřit expanzivní opatření. Cílená expanzivní opatření tohoto druhu, lze provádět i v případech, kdy obec-

ným cílem hospodářské politiky zůstávají úspory a fiskální konsolidace.

V tabulce 7 je uveden seznam hospodářských odvětví a odhadovaných průmyslových multiplikátorů, které jsou vyšší než 2. Je to seznam, ze kterého lze vybrat neslibnější cíl pro dodatečné výdaje. Je zapotřebí ovšem také vzít v potaz faktory, které mají vliv na multiplikační účinky. K maximalizaci domácích účinků stimulu by úroveň multiplikátoru cílového průmyslového oboru měla být vyšší, cílový obor by měl být dominantně závislý na domácích vstupech (aby došlo k omezení úniku poptávky v důsledku dovozů), měl by zahrnovat velký podíl lidské práce (aby stimul podpořil vznik nových pracovních míst) a měl by stavět na dalších příležitostech v rámci příslušné ekonomiky v daném časovém období.

Vzhledem k výše uvedeným kritériím lze říci, že stavebnictví se jeví jako nejlepší cíl. Odhadovaná úroveň odvětvových multiplikátorů v oboru stavebnictví se pohybuje okolo 2,5 (viz Tabulka 7 a také Zámečník a Hlaváč 2012). Stavebnictví je odvětví neobchodovatelných služeb s velkým podílem velkoobjemových vstupů, které se vyrábí v České republice, a z toho důvodu je výrazně omezen odliv poptávky k dovozům.⁹ Jedná se také o odvětví, které zahrnuje velký podíl lidské práce, ve kterém také došlo k největším ztrátám pracovních míst od začátku krize v roce 2007. Z toho důvodu je velmi pravděpodobné, že existuje

⁸ Ke vzniku substitučních účinků dochází, když stimulační program přesune výdaje z jednoho odvětví do jiného, čímž se snižuje celkový účinek takového programu. Například, když se má domácnost rozhodnout mezi nákupem nového auta a rekonstrukcí domu; když získá „šrotovné“, tak si pořídí nové auto a odloží rekonstrukci. Tato dotace tak přispěje ke stimulaci výroby automobilů, ale částečně na úkor stavebního průmyslu. Z toho důvodu je celkový efekt dodatečného fiskálního stimulu nižší než efekt pouze pro výrobce automobilů.

⁹ Rojíček (2007) uvádí, že v roce 2000 více než 95 % vstupů pocházelo z domácí ekonomiky. Tento údaj bude pravděpodobně v současnosti nižší.

tuje dostatek kvalifikovaných pracovníků, kteří se mohou rychle vrátit do práce v případě jakéhokoliv stimulu.¹⁰

Myšlenka podpořit špatný stav hospodářství výstavbou infrastruktury není nová, protože více méně každý stát zvažuje tuto možnost. Nepřiměřená pozornost se ovšem věnuje rozsáhlým projektům, které jsou náročné na přípravu a nelze je zahájit v krátké době, pokud se stát rozhodne zavést stimulační opatření. Flexibilnější volbou jsou jednoduché programy, jako například dotace na zateplení, nebo jiné programy které lze snadno rozšiřovat či redukovat¹¹.

V aktuální hospodářském kontextu České republiky veřejná podpora investic do bydlení nabízí další atraktivní charakteristiky. Na rozdíl od mnoha jiných zemí, české domácnosti (a také obce a veřejné organizace) nejsou výrazně zadluženy. Na agregované úrovni splácejí dluhy a neberou si další půjčky navzdory zdravým ekonomickým ukazatelům. Domácnosti si mohou i nadále půjčovat, pokud k tomu budou ekonomicky motivovány, a proto i relativně nízká státní podpora může stimulovat výrazné soukromé výdaje. Český bankovní sektor je finančně zdravý a je připraven poskytovat úvěry s bezprecedentně nízkými úrokovými sazbami. (ČBA 2012).¹²

Investiční stimul do oblasti bydlení také poskytuje určité politické výhody. Lze předpokládat, že se jeho účinky projeví ve všech regionech země a nedojde ke koncentraci v jednom místě, což je typické pro rozsáhlé infrastrukturní projekty. Nabízí také dobrou příležitost pro zapojení řady občanů, zlepšit kvalitu bydlení a sníží náklady na energie, protože

tento program neupřednostňuje žádnou úzce definovanou zájmovou skupinu, ale má širokou základnu. Většinu prací, které tento program podporuje, provedou malé a středně velké společnosti, které jsou tradičními tvůrci pracovních míst, zejména v regionech vzdálených od centra. Jednoduchý a jasný plán veřejné podpory může snížit problém korupce, která se často vyskytuje u rozsáhlých infrastrukturních projektů financovaných státem nebo z fondů EU.¹³ V neposlední řadě přispějí programy zaměřené na zvýšení energetické účinnosti k tvorbě řady ekologických benefitů (viz Zámečnick a Hlaváč 2012).

Investiční program do zateplení domů je příkladem cíleného fiskálního stimulu, který odpovídá stávajícím nejistým podmínkám i politickým a ekonomickým omezením. Nejedná se o rozsáhlý makroekonomický stimul, který by znemožnil fiskální konsolidaci prosazovanou českou vládou, která byla zvolena na platformě škrtnů a úspor. Zároveň však může být dostatečně rozsáhlý na to, aby přispěl k oživení malých stavebních společností v celé zemi a nastartoval multiplikační účinky v rámci regionálních ekonomik.

10 Zámečnick a Hlaváč (2012) argumentují, že tento program modernizace vytvořil ekvivalent 6 600 pracovních míst na plný úvazek ročně s průměrnými veřejnými výdaji ve výši 53 milionů EUR, a to v letech 2001 a 2010. Podobný krátkodobý program byl zaveden v letech 2009 až 2010 a podporoval zateplení 19 000 domů během 15 měsíců, v tomto programu se vytvořil ekvivalent 12 000 pracovních míst na plný úvazek ročně s průměrnými veřejnými výdaji ve výši 255 milionů EUR za rok.

11 Národní ekonomická rada vlády (NERV) ve spolupráci se zaměstnavateli předložila tyto návrhy k projednání vládou 20. prosince 2012.

12 Značný podíl bytových domů v České republice je v kolektivním vlastnictví prostřednictvím družstev a společenství vlastníků bytových jednotek. Tímto se ulehčí situace pro spotřebitele, kteří jsou vyděšeni extrémní averzí vůči riziku, kterou podporuje politická rétorika; spotřebitelé upřednostní půjčku prostřednictvím kolektivní osoby před osobní půjčkou.

13 Dodatečnou výhodou takového programu je dostupnost spolufinancování z fondů EU. České orgány navíc také navrhly financovat tyto programy z výnosů aukcí emisních povolenek, které ovšem mohou ovlivnit flexibilitu programu, protože by došlo ke zvýšené nejistotě ohledně jeho financování.

ZÁVĚR

Globální diskuse mezi zastánci úsporných a expanzivních opatření se posouvá ve prospěch expanze, mimo jiné i proto, že nejnovější odhady ukazují, že úroveň multiplikátorů je vyšší než se předpokládalo. Z vyšších multiplikátorů vyplývá, že škrty snižují HDP a životní úroveň daleko dramatičtěji a také že hypotéza „expanzivní kontrakce“ se nenaplní. Zároveň vyšší hodnota multiplikátoru také znamená, že fiskální expanze by měla daleko výraznější účinky na růst HDP a životní úroveň. Proto by státy, které nečelí závažným finančním a dluhovým omezením, měli znovu zvážit úsporná opatření a více se orientovat na expanzivní fiskální politiku.

Obrat k expanzi ovšem není předem daným závěrem, protože „Velká diskuse o multiplikátoru“ stále pokračuje na globální i lokální úrovni. Posun k makroekonomické expanzi bude probíhat na základě menších, cílených výdajových programů, které jsou obecně v souladu s nadřazeným cílem úsporných opatření, a respektují další politická a ekonomická omezení. Příkladem takového stimulu ve stávajícím kontextu českého hospodářství je program zateplování budov, který je zaměřen na neobchodovatelný sektor s omezeným únikem nabídky do vývozu a vysokou úrovní fiskálního multiplikátoru. Přestože rozsah tohoto programu bude příliš omezený na to, aby zásadně ovlivnil makroekonomické indikátory, je opodstatněný díky očekávaným důsledkům pro regionální ekonomiky a tvorbě nových pracovních míst v malých a středně velkých stavebních společnostech. Zároveň jde také o prospěšný krok, který přispěje ke změně rovnováhy politiky vlády od jednostranného zaměření na úsporná opatření ke kombinaci úsporných opatření a opatření na podporu ekonomického růstu.

LITERATURA

- Ambriško, R., Augusta, V., Hájková, D., Král, P., Netušilová, P., Říkovský, M., Soukup, P. (2012) Fiscal Discretion in the Czech Republic in 2001-2011: Has It Been Stabilizing? Research and Policy Note. Praha: Česká národní banka.
- Barrel, R., Holland, D., Pain, N., Kovacs, M. A., Jakab, Z., Šmídková, K., Sepp, U. and Cufer, U. (2004). An Econometric Macro-model of Transition: Policy Choices in the Pre-Accession Period." *Macroeconomics*, Vol. 4, Issue 3.
- ČBA (2012). Vývoj bankovních úvěrů a vkladů. Praha: Česká bankovní asociace.
- ČNB (2011). Zpráva o inflaci. Praha: Česká národní banka.
- ČNB (2012). Zpráva o inflaci. Praha: Česká národní banka.
- Coenen, G., Straub, R., & Trabandt, M. (2012). Gauging the Effects of Fiscal Stimulus Packages in the Euro Area. Frankfurt: Evropská centrální banka.
- Corsetti, G., Meier, A., & Müller, G. (2012). What Determines Government Spending Multipliers? Washington: Mezinárodní měnový fond.
- Eurobarometer (2012). The Crisis and Economic Governance. Brussels: European Parliament.
- Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2011). Expansions and Austerity: New International Evidence. Mezinárodní měnový fond.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E. G., & Gramont, C. A. V. (2011). How Big (Small?) are Fiscal Multipliers? Washington: Mezinárodní měnový fond.
- Král, P., Říkovský, M., Hřebíček, H. (2005). Aktualizace propočtu fiskálního impulzu. Praha: Česká národní banka.
- Klyuev, V. and Snudden, S. (2011). Effects of Fiscal Consolidation in the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 61, No. 4, pp. 306–324.
- MMF (2012a). World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth. Washington: Mezinárodní měnový fond.
- MMF (2012b). Czech Republic: 2012 Article IV Consultation – Staff Report. Washington: Mezinárodní měnový fond.
- Mody, A. (2012). Missing Growth Multipliers. Project Syndicate. K dispozici na: <http://www.project-syndicate.org/commentary/flaws-in-the-imf-s-world-economic-outlook-by-ashoka-mody>.
- Mládek, J. (2012) Vláda si zjednodušila hospodářskou politiku na otázku fiskální konsolidace. K dispozici na: <http://dialog.ihned.cz/machacek/c1-55831370-skrta-vlada-prilis>.
- NERV (2009). Národní protikrizový plán. K dispozici na: <http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/predstavujeme/NPP.pdf>.
- OECD (2010). OECD Economic Outlook. Paříž: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OECD (2012). Restoring Public Finances. Paříž: Organization for Economic Cooperation and Development.
- Prušvic, D. (2010). Fiscal Stimuli and Fiscal Multipliers in Small Open Economies: The Case for the Czech Republic. Presented at the 40th Conference on Medium-Term Assessment, September 23–25, 2010, Lucemburk.
- Radkovský, Š. and Štiková, R. (2008). Kvantifikace účinků fiskální politiky v ČR pomocí modelu SVEC. Internal Discussion Paper 4/2008. Praha: Česká národní banka, mimeo.
- Rojíček, M. (2007). Klíčová odvětví v české ekonomice z pohledu input-output analýzy. *Statistika*, č. 2.
- Solow, R. (2012). IMF Talk. K dispozici na: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/RS-presentation.pdf>.
- Zámečník, M., & Hlaváč, J. (2012). Důvody pro zateplování domů: desetitisíce pracovních míst v Česku. Hnutiduha.Cz. K dispozici na: http://hnutiduha.cz/sites/default/files/publikace/2011/10/zateplovani_zamecnik_studie.pdf

Velká debata o multiplikátoru: Možnosti pro fiskální stimul v České republice

Vydavatel:	Glopolis, Praha 2012 První vydání
Autor:	Zdeněk Kudrna
Grafický design:	Creative heroes (www.creativeheroes.cz)
Tisk:	Agentura David Centrum
Adresa vydavatele:	Glopolis Soukenická 23 110 00 Praha 1 Tel./fax: +420 272 661 132 www.glopolis.org
Copyright (c)	Glopolis 2012

Tento dokument je licencován dle licence Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivateWorks 2.5. Obsah této publikace může být reprodukován nevládními organizacemi pro nekomerční účely (laskavě zašlete kopie na adresu vydavatele). Všechny další formy reprodukování a šíření s komerčním záměrem vyžadují souhlas držitele práv.



Publikace vyšla s finanční podporou České rozvojové agentury a Ministerstva zahraničních věcí ČR v rámci Programu zahraniční rozvojové spolupráce ČR a s podporou Evropské unie. Obsah publikace nemusí vyjadřovat stanoviska sponzorů a nezakládá odpovědnost z jejich strany. Více na www.mzv.cz a na www.europa.eu.



Tato publikace vznikla v rámci společného evropského projektu šesti neziskových organizací – Association Internationale de Techniciens, Experts et Chercheurs (AI-TEC), Centre for Research on Multinational Corporations (SOMO), Analytické centrum Glopolis, New economics foundation (nef), Védégylet, World Economy, Ecology & Development (WEED) - nazvaného „Za celosvětový finanční systém ve službách udržitelného rozvoje“ (Towards a Global Finance System at the Service of Sustainable Development).



Glopolis je nezávislé analytické centrum (think-tank) se zaměřením na globální výzvy a příslušné odpovědi České republiky a EU. Ve spolupráci s těmi, kteří utvářejí politiku, byznys a veřejné mínění, je naším dlouhodobým cílem zlepšit politickou kulturu a přispět k přechodu na chytrou ekonomiku, k energetické a potravinové zodpovědnosti. Pro více informací navštivte webové stránky www.glopolis.org.

ISBN 978-80-87753-06-4

) glopolis