

Дилиан Василев*

ТРАЙНАТА СТАГНАЦИЯ – ПРОИЗХОД НА ПОНЯТИЕТО, ПРЕГЛЕД НА НАУЧНАТА ЛИТЕРАТУРА И СЪЩНОСТ НА АКАДЕМИЧНИЯ ДЕБАТ

Направен е преглед на произхода на понятието „трайна стагнация“, неговото развитие в исторически план, както и на академичния дебат през последните години по темата. Акцентирано е върху дебата по отношение на моделирането на естествените лихвени проценти и на факторите, допринасящи за исторически ниските номинални и реални лихвени проценти в много от развитите икономики. Разгледани са съществените структурни характеристики, обуславящи забавянето на икономическия растеж във водещи развити икономики в Европа, както и в САЩ и Япония.¹

JEL: B15; N10; E50; O47

Ключови думи: стагнация; естествена лихва; монетарна политика; демография; потенциален растеж

През последните няколко години теорията на трайната стагнация (secular stagnation) предизвиква интензивен академичен дебат, подхранван от опасенията на множество известни икономисти относно бъдещия темп на растеж на икономиката както в глобален, така и в регионален мащаб. Невъзможността темповете на нарастване на БВП в много страни да се върнат към предкризисните си нива от периода преди 2007-2008 г. води до възобновяване на дискусията относно това какви са факторите за икономическия растеж в краткосрочен и дългосрочен план и дали все още може да се разчита на общоприетите теоретични постановки, които са разпространени от средата на XX век. Реалността след глобалната финансова криза (2008-2009 г.) показва, че възстановяването от нея е много по-бавно, по-колебливо и силно зависимо дори от малки корекции в пакетите от мерки за стимулиране. Обичайните стимули на паричната политика, използвани от водещите централни банки, както и фискалните стимули в най-развитите икономики по света произвеждат в най-добрия случай противоречиви и само частично успешни резултати по отношение на усилването на икономическата активност спрямо познатите исторически стандарти от предходни кризи.

* Докторант в Стопанския факултет на СУ „Св. Климент Охридски“, dilian.vassilev@gmail.com

¹ Dilian Vassilev, PhD student. SECULAR STAGNATION – THE ORIGIN OF THE CONCEPT, A REVIEW OF THE SCIENTIFIC LITERATURE AND THE NATURE OF THE ACADEMIC DEBATE. *Summary:* A review is made of the origin of the term “secular stagnation”, its historical development and the evolving patterns of the academic debate on the subject in recent years. A significant focus is placed on the debate over the modelling of the natural interest rates, the factors which contribute to the historically low nominal and real interest rates in many advanced economies, as well as the specific structural characteristics behind the slowdown in economic growth in economies such as the USA, Japan and Europe. *Keywords:* stagnation; natural interest rate; monetary policy; demography; potential growth rate.

Ако потенциалният продукт е трайно понижен, тогава и нивото на естествената² (неутрална) реална лихва в икономиката е вероятно трайно понижено поради структурно определена растящата склонност за спестяване и намаляващата склонност за инвестиране. Съществуват различни хипотези, свързани с обяснението на потиснатите нива на потенциалния продукт, например влошена демография и застаряване на населението, по-слаб напредък на иновациите, които могат да имат трансформиращ ефект върху производителността на труда или по-слаба склонност на фирмите да инвестират поради постепенна олигополизация на цели сектори от икономиката. Освен изброените фактори съществено негативно влияние върху естествената лихва има и понижената времева преференция на домакинствата, които в ситуация на ниски лихви оптимизират дългосрочно потреблението си обратно на очакваното съгласно икономическата теория, като спестяват повече, за да могат да потребяват повече в бъдеще.

Все по-широката практика на водещите централни банки на инфлационно таргетиране и използване на имплицитни или експлицитни монетарни правила налага съответните банки да формират разбиране за текущото ниво на естествените лихви. Тълкуването на понятието „естествена (натурална) лихва“ има ключово значение и отношение към теорията за трайната стагнация. В литературата по въпроса е възприето схващането, че тя е такова ниво на реалните лихвени проценти, което не причинява нито повишение, нито понижение на инфлацията при напълно гъвкави цени. По този начин натуралната лихва има дългосрочен хоризонт и не се влияе от временни циклични колебания на цените и отклоненията от потенциалното производство. Тя е ненаблюдаема променлива и трябва да бъде оценена посредством модел. Теоретично, ако отсъстват шокове върху съвкупното търсене, а цените са гъвкави, може да се предположи, че в дългосрочен план, изчиствайки колебанията на номиналните лихвени проценти и инфлацията, реалните лихви се стремят към някакъв равновесен или естествен реален лихвен процент. Следователно реални лихвени проценти, които са по-високи или по-ниски от естествените, биха потиснали или стимулирали икономическия растеж.

Движенията на реалните лихвени проценти имат по-голямо практическо влияние върху бизнес решенията за инвестиции и решенията на потребителите за покупка на дълготрайни стоки, отколкото движенията на номиналните проценти. Практическата реализация на инфлационното таргетиране се усложнява от факта, че централните банки могат да контролират пряко само краткосрочния номинален лихвен процент, а не реалните лихви. Когато те го променят, реалните лихви ще се променят в същата посока, при условие че няма идентична по мащаб промяна в инфлационните очаквания на икономическите агенти.

² Неутрална, естествена, равновесна лихва на Виксел. Позовавайки се на шведския икономист Кнут Виксел, се приема, че реалната лихва, която балансира спестяванията и инвестициите при пълна заетост, е „естествена“, или „неутрална“ реална лихва

Естествената лихва може да варира, тъй като постоянните изменения на съвкупното търсене и предлагане могат да преместят пресечната точка. Например, ако дългосрочните прогнози за бюджетен дефицит на правителството са свързани с увеличаване на очакваните дългосрочни лихви, то едно увеличение в дългосрочните прогнозираните бюджетни дефицити ще означава по-висока естествена лихва. Обратно, ако сред икономическите агенти се засили склонността към спестяване и се понижи склонността към потребление, това ще доведе до по-ниска естествена лихва. Същевременно потенциалният продукт може да се променя поради влошена демография или дългосрочна промяна в производителността на факторите за производство, което означава промяна на естествената лихва. Тази нестабилност и изменчивост на естествената лихва заедно с нейната ненаблюдаемост правят оценяването ѝ много трудно.³

Произход на хипотезата за трайната стагнация

Начална фаза на академичния дебат

Терминът „трайна стагнация“ е използван за пръв път от Алвин Хансен през 30-те години на миналия век в няколко негови публикации (вж. Hansen, 1934; 1938; 1939). В тях авторът изразява тревогата си, че САЩ вече достигат до границата на усвояването на територията на Средния Запад, която до момента е изисквала много публични и частни инвестиции и по този начин е поддържала стабилен икономически растеж при пълна заетост в продължение на няколко десетилетия. Тъй като границата е достигната, то този ключов двигател на икономическия растеж предстои „да изгасне“ и по така да забави икономическия растеж до нива, близки до застой. Друго опасение на Хансен е, че темпът на нарастване на населението на САЩ през 30-те години на XX век осезаемо се забавя спрямо историческите стандарти, което предполага по-малък прираст на частните инвестиции и съответно по-слабо съвкупно търсене. Или според автора екстензивният характер на икономическия растеж вече не е толкова възможен, а иновациите и нововъведенията в икономиката вече не са така силно изискващи инвестиции в основен капитал, както е било през последните сто години. В своето обръщение към Американската икономическа асоциация през 1939 г. Хансен посочва съвсем ясно, че САЩ са изправени пред ситуация на забавящ се темп на растеж на населението, което от своя страна ще доведе до по-малко инвестиции. Това означава, че ще трябва все повече да се разчита на напредъка в технологиите, за да могат частните инвестиции да поддържат пълна заетост. Макар и в по-общ план, цитираните публикации отразяват по-широкия дебат от онова време, засягащ въпроса дали САЩ са зряла икономика, която е натрупала достатъчно капитал, за да започне постепенно да се забавя.

³ Ако тази лихва беше константна, то теоретично би могло да се вземат средните стойности на вече наблюдаваните реални лихви в икономиката, да се осреднят, за да формира очакване за естествената лихва в средносрочен план.

Периодът, в който Хансен публикува статиите си, съвпада с анемичното циклично възстановяване в САЩ след Голямата депресия, което се подкрепя единствено от правителствените стимули, публичните инвестиции и увеличението на фискалните разходи. През 1937-1938 г. администрацията на Рузвелт решава, че е време да балансира държавния бюджет и да прекрати фискалните стимули за икономиката, разчитайки на нейния самостоятелен растеж. Тази мярка обаче се оказва прибързана и през 1937 г. американската икономика изпада във вторична рецесия, която, макар и по-кратка и плитка, предизвиква сериозна загриженост сред икономистите относно способността и капацитета на икономическите агенти от частния сектор да генерират растеж в по-дългосрочен план и без правителствени стимули. Хансен заема позиция, че правителствените стимули трябва да продължат да съществуват под формата на публични инвестиции, ако частният сектор не успява да генерира достатъчно икономически просперитет. Аргументите му имат силни сходства с публикуваната малко преди това „Обща теория на заетостта, лихвата и парите“ на Дж. М. Кейнс (1936), но теорията за трайната стагнация на Хансен следва своя логика и няма за източник принципите, заложили в книгата на Кейнс.

Дебатът от 30-те години на XX век, макар и на пръв поглед да е чисто икономически, има силно подчертан идеологически заряд. Вторичната рецесия от 1937 г. създава сериозни трудности за икономистите в САЩ да аргументират самовъзстановяващата се природа на капитализма и способността на естествените му механизми да балансира търсенето и предлагането чрез цените и свободната конкуренция. Това се случва на фона на силния икономически растеж на централнопланираната икономика на ускорено индустриализиращия се Съветски съюз, която не само избягва последствията на Голямата депресия, но и повишава (поне през този период) жизнения стандарт и покупателната способност на милиони хора. Друга икономика с елементи на централно планиране е тази на (нацистка) Германия, която също отбелязва впечатляващо възстановяване през 30-те години на XX век. Сходното между двете е общата идеологическа валентност – авторитаризъм, тоталитаризъм и култ към личността, но и ясно изразеният марксистически уклон в управлението на икономиката.

С включването на САЩ във Втората световна война американската икономика получава силен фискален стимул под формата на публично потребление за военни цели, доставки за съюзници и инвестиции във военни разработки и иновации. Тези действия възстановяват икономическия растеж, но съмненията за това доколко и докога една икономика може да разчита на правителствени стимули не изчезват. В разгара на войната през 1943 г. Пол Самуелсън пише в съавторство изследователска бележка до Комисията за планиране на националните ресурси, в която изразява опасения, че след края на войната правителственото потребление ще спадне, търсенето на инвестиции ще се забави, а това може да доведе до значително и трайно превишение на спестяванията спрямо потреблението (цит. по от Backhouse, 2017). Същевременно предлагането на работна сила ще се увеличи в резултат от демобилизацията на войни-

ците и ще отдалечи още повече трудовия пазар от състоянието на пълна заетост. Една трайна тенденция към превес на спестяванията над инвестициите би направила правителственото потребление задължителен и солиден елемент от управлението на икономиката. Всичко това би довело до непоносими нива на държавния дълг.

През 1946 г. Самуелсън приема, че опасенията му за следвоенна депресия в САЩ не са реализирани, но продължава да допуска дългосрочни проблеми пред икономическия растеж в САЩ.⁴

Проблемът с поносимостта на държавния дълг е централна тема в изследванията на един от учениците на Хансен Е. Домар. Той създава модел за икономически растеж (Domar, 1946), впоследствие изменен до популярния модел на Харод и Домар, където се прави теоретично допускане как и при какви обстоятелства трайната стагнация може да се появи на практика. Авторът намира отговор в двойката природа на инвестициите – те увеличават, от една страна, нивото на съвкупното търсене, а от друга – темпа на растеж на производствения капацитет на икономиката. Това означава, че съществува такава норма на растеж, при която съвкупното търсене се повишава в съответствие с темпа на нарастване на производствения капацитет. Стагнация е възможна, ако нормата на нарастване на съвкупното търсене падне под тази на нарастване на производствения капацитет.

През 1952 г. е публикувана книгата на Йозеф Щиндл „Зрялост и стагнация на американския капитализъм“ (Steindl, 1952), в която той аргументира уязвимостта на капиталистическата система в САЩ от естествената склонност на пазарните участници да формират олигополи. Според автора в отрасли с олигополна конкуренция негативен шок от страна на търсенето или технологична иновация няма да доведат до понижение на цените и до изтласкване от пазара на най-слабо производителните, както би било при съвършена конкуренция. Напротив, олигополистичните фирми ще запазят ценовите нива, защото поради бариерите за влизане в отрасъла и стратегическо ценообразуване на съществуващите компании техните печалби са по-високи, отколкото биха били при съвършена конкуренция. Олигополните фирми по-скоро биха свили натоварването на ресурсите и на производствените мощности, отколкото да позволят гъвкаво ценообразуване.

Заключението на Щиндл е, че естествената склонност на американската икономика да формира олигополи на микроикономическо ниво води до създаването на условия за трайна стагнация на макроикономическо равнище. При олигополистична конкуренция всяко забавяне на икономическия растеж ще предизвиква все по-силно забавяне на натоварването на ресурсите, производствените мощности и труда. Така излишъкът на производствен капацитет в

⁴ Теоретичното допускане, че трайната стагнация е възможна, е разгледано в учебника му от 1948 г. „Economics: An Introductory Analysis“ (Samuelson, 1948). Във всяко следващо издание на учебника концепцията за трайната стагнация заема все по-малко място и внимание, докато през 1985 г. тя изчезва напълно от изданието.

олигополните фирми ще води до по-малки инвестиции, отколкото биха били обичайно. Неразпределената печалба би останала във фирмата и тя няма да има нужда да търси спестявания през финансовата система. Според Щиндл икономика, доминирана от олигополни структури, ще има постоянна нужда от „допълнителни източници“ на съвкупно търсене, каквито са правителството и външните пазари.

През 1954 г. А. Хансен пише положителна рецензия за работата на Щиндл и на основата на публикуваната до момента литература обособява три групи теории за трайна стагнация (Hansen, 1954): (1) базирани на екзогенни фактори като забавяне на технологичния прогрес, забавяне на растежа на населението и усвояването на нови територии; (2) базирани на институционални промени като все по-голяма роля на държавата в икономиката, засилване на профсъюзите и др., които пречат на честната капиталистическа конкуренция; (3) базирани на ендогенни микроикономически фактори като олигополи и несъвършена конкуренция, които влошават подходното разпределение и натоваването на ресурсите.

Заглъхване на академичния дебат през 50-те години на XX век

В края на 50-те години темата за трайната стагнация престава да бъде актуална за американските икономисти. Следвоенното възстановяване, както и войната на Корейския полуостров активизират отново съвкупното търсене и инвестициите и осигуряват значителен икономически растеж. Темата се обсъжда само като част от историята на икономическата мисъл, а учените вече са ангажирани с проблеми като недостатъчното долари в глобалната финансова система, инфлацията, както и „новия икономикс“ на администрацията на Кенеди. Докато през 30-те години А. Хансен само засяга въпроса дали и доколко САЩ са зряла икономика с характерните за това забавяне на демографския растеж и изчерпване на капиталоемките инвестиционни възможности, то през 60-те години на миналия век икономистите са единодушни, че САЩ вече са зряла икономика. Според Хансен вече е направен преходът от ситуация на висока норма на спестявания и силен темп на нарастване на инвестициите поради усвояването на нови територии към по-слабо увеличаване на инвестициите и на спестяванията в САЩ и съответно по-нисък темп на растеж на икономиката при високо крайно потребление. У. Ростоу придава значителен политически и дори идеологически нюанс на това ново състояние на икономиката на САЩ като модерна и зряла икономика, която недостатъчно развитите страни ще се стремят да достигнат (Rostow, 1960).

Икономистите с по-лява нагласа и марксистки убеждения виждат в теорията за трайната стагнация доказателство за структурните несъвършенства на капиталистическата система. Суйизи смята, че без държавна интервенция при разпределението на блага капиталистическата система води по естествен път до концентрация на капитал, до уедряване на корпоративните единици, до създаване на тръстове и разрушава самия фундамент на капитализма –

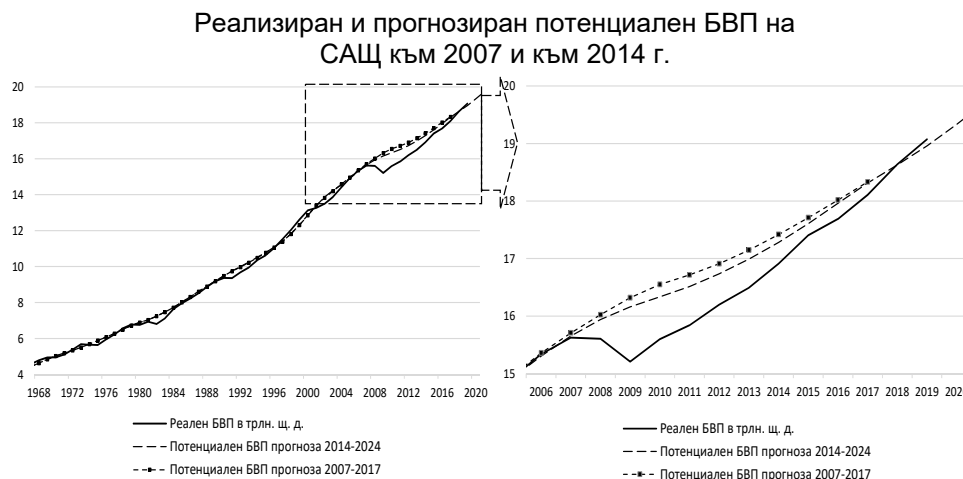
честната конкуренция между равнопоставени пазарни участници (Sweezy, 1966). Именно тази концентрация според него е в основата на превишаването на съвкупните спестявания в икономиката за сметка на инвестициите и отчасти на съвкупното потребление. Концентрацията на капитал означава и концентрация на доходите, т.е. все по-голямо подоходно неравенство.

В края на 60-те и началото на 70-те години на XX век кейнсианството вече дотолкова се е превърнало в норма на макроикономическото управление, че определени икономисти започват да виждат в него догма, която по-скоро пречи за справяне с новите икономически предизвикателства, каквато е стагфлацията от този период. По това време се появяват нови икономически теории, например модели на общото равновесие, при което представителни агенти оптимизират интертемпорално, теории за рационалните очаквания и др. В тези нови теории трайна стагнация е дори теоретично невъзможна. Те разглеждат икономическата система като съставена от хомогенни икономически агенти (representative agents), допускат условия на съвършена конкуренция и се базират на формализирани модели, които представят макроикономическите зависимости като микроикономически закони, мултиплицирани до макрониво. За икономисти като Лукас, Фелпс и др. рецесиите и безработицата се дължат на грешно формулирани очаквания от страна на икономическите агенти, т.е. достатъчно е икономическите агенти да коригират очакванията си за бъдещето, за да се изведе икономиката обратно на пътя на възстановяването. В такава теоретична парадигма трайна стагнация би била невъзможна, защото това би означавало икономическите агенти трайно да формират грешни очаквания за бъдещето и да не ги коригират никога.

Възобновяване на дебата от 2013 г. досега

През ноември 2013 г. Л. Самърс предизвиква силна полемика след изказването си на форум на Международния валутен фонд (МВФ), в което посочва, че единственото разумно обяснение за твърде бавното възстановяване в САЩ, а и в други развити икономики, на фона на колосалните монетарни и фискални стимули е хипотезата за трайна стагнация, и то в нейния първоначален замисъл, така както е изложена за пръв път от Алвин Хансен през 30-те години на XX век (вж. Summers, 2013). Например според автора в САЩ преди световната финансова криза от 2007-2008 г. при наличие на прекомерно стимулираща монетарна политика на Федералния резерв и икономика, очевидно формираща надценени активи („балони“), нито инфлацията е отбелязала значимо повишение, нито безработицата се е свила съществено, нито натоварването на капацитета на американската икономика е било необичайно високо. С други думи, не е имало видим позитивен шок от страна на съвкупното търсене. Това означава, че вероятното обяснение е надценена оценка за равнището на потенциалния БВП. Няколко месеца по-късно Самърс публикува статия, в която детайлно описва и аргументира тезата си (Summers, 2014). Според него свиването на разликата между потенциалния и реалния БВП за целия период след 2008 г. става чрез понижение на оценката за потенциалния БВП.

Фигура 1



Източник. Доклад на Бюджетната служба към Конгреса на САЩ, <https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/45150-PotentialOutput-OneColumn.pdf>

Ако американската икономика се беше представила така, както Бюджетната служба към Конгреса на САЩ прогнозира през 2007 г. (вж. фиг.1) – след приемането на монетарните стимули и старта на възстановяването през 2008-2013 г., то през 2014 г. американският БВП би трябвало да е с 1.3 трлн. USD по-висок от реализирания. Реалността на икономическото възстановяване след глобалната финансова криза (2008-2009 г.) обаче показва, че възстановяването е много по-бавно, по-колебливо и силно зависимо дори от малки корекции в пакетите от мерки за стимулиране. Според Самърс основният фактор за наблюдаваната разлика между прогноза и реалност е понижението на естествената (неутрална) реална лихва в икономиката поради структурно определена растяща склонност за спестяване и намаляваща склонност за инвестиране.

Резултатът е, че прекомерните спестявания потискат потреблението и свиват растежа и инфлацията, а новият баланс между спестяванията и инвестициите се получава при значително по-ниски реални лихвени проценти. Този аргумент е точно в стила на Хансен от 30-те години, тъй като комбинира няколко основни структурни промени – намаляваща раждаемост, понижение на релативните цени на инвестиционните стоки, нарастващо доходно неравенство. Ефектът от тези промени проличава в понижението на естествената лихва, която обаче е ненаблюдаема променлива и трябва да бъде моделирана и оценена. Л. Самърс цитира резултатите на Лаубах и Уилямс, които изработват модел и оценяват естествената лихва в САЩ (вж. фиг.2) за целия период от 1960 г. досега (Laubach & Williams, 2003).

Фигура 2

Естествена лихва в САЩ (%), моделирана от Лаубах и Уилямс и актуализирана до 2018 г.



Източник. <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

Подобни оценки за други развити икономика показват идентични резултати дори при различни допускания и методи за спецификация и усъвършенстване на моделите.

Значението на естествената лихва за икономиката произтича от това, че съдържа информация за реалното търсене и предлагане на спестявания и е ключов елемент за определяне на лихвената и изобщо на паричната политика, водена от централните банки. Например т.нар. правило на Тайлър – $i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t)$, ясно показва, че ако естествената лихва (r_t^*) е много ниска или дори е отрицателна величина, провежданата лихвена политика (i_t) не може да стимулира икономиката чрез манипулирането на номиналната краткосрочна лихва, защото последната не може да бъде понижена под естествената (вж. Taylor, 1993).

Основният проблем при изследването на естествената лихва е свързан с това, че тя е ненаблюдаема променлива, трябва да се моделира и е силно зависима както от спецификацията на модела, така и от направените допускания.

Естествена лихва (r^*)

Естествена лихва – концепция

Понятието „естествена лихва“ е въведено за пръв път от Кнут Вискел, който я дефинира като „*определен лихвен процент по заемите, който е неутрален по отношение на цените на стоките и нито ги повишава, нито води до тяхното намаляване*“ (Wicksell, 1936 [1898]). Според него естествените лихви представляват лихвите при размяна на капитал в натура без посредничеството на пари. Естествената лихва съответства на дългосрочното равновесие на инвестиции и спестявания и се доближава към нетната възвръщаемост (естествената лихва) на фирмата. Паричните (номиналните) лихви са тези, които се

образуват на капиталовия пазар въз основа на търсенето и предлагането на кредити. Те са неутрални по отношение на цените на стоките и не предизвикват колебания в тях. Отклонение на фактическия реален лихвен процент от естественото му равнище би предизвикало отклоняване на производството от равновесната му точка, или казано, използвайки съвременната терминология, отклонение на БВП от потенциала му. По-висок реален лихвен процент от естествения ще води до рецесия, а по-нисък – до прекомерна експанзия. Според Виксел неравновесието между обективно наблюдавания (номинален) и естествения лихвен процент е и главният фактор, който причинява ускоряването или забавянето на инфлационния темп.

Кейнс има различно виждане – той смята, че постулатите на класическата дихотомия, съгласно която номиналните и реалните величини се развиват напълно самостоятелно, е нерелевантна. В неговата теория лихвеният процент не е достатъчно условие за постигане на равновесие между спестяванията и инвестициите. Според Кейнс спестяванията се определят от лихвения процент, а инвестициите – от пределната ефективност на капитала. От това следва, че за да има равновесие в краткосрочен план, трябва да има равенство между лихвения процент и пределната ефективност на капитала. Кейнс създава отделна лихвена теория, при която в краткосрочен план водещ фактор е предпочитанието към ликвидност, т.е. тази част от спестяванията, която хората държат в наличност. Номиналният лихвен процент е компенсация за отказа от ликвидност, а не възнаграждение за отказа от текущо потребление. Кейнс твърди, че не съществува една-единствена стойност на неутралния лихвен процент, а са налице множество от краткосрочни равновесия при заетост, по-ниска от пълната, т.е. съществуват множество естествени лихвени проценти.

Поради настъпилото вследствие на това твърдение объркване Кейнс (1936) въвежда понятието „неутрален лихвен процент“, който „...преобладава при равновесие, когато производството и заетостта са такива, че еластичността на заетостта като цяло е нула“ (глава 17), т.е. при реален БВП, равен на потенциалния БВП. Разликите между идеята на Виксел и тази на Кейнс е в това, че докато за Виксел натуралната лихва се формира в реалната икономика и не зависи от текущите ценови равнища, Кейнс смята, че неутралната или оптимална лихва се формира на финансовите пазари на капитал. Освен това за Виксел естествената лихва е реалната лихва като релативна цена на капитала и се формира не на капиталовите пазари, а в реалната икономика. Тя е интер-темпорална и е съотношение между потреблението сега и потреблението в следващ период. Според него номиналната лихва по заемите може да бъде само далечна сянка на реалната натурална лихва, която се формира при пресичането на търсенето и предлагането на спестявания и кореспондира на очакваната реална възвръщаемост на новообразувания капитал в икономиката.

Съвременно разбиране за естествената лихва

През последните десетилетия разнопосочните интерпретации на това какво е естествена лихва подхранват значим академичен дебат. Все по-широ-

ката практика на инфлационно таргетиране и използването на имплицитни или експлицитни монетарни правила налагат централните банки да формират разбиране за текущото ниво на естествените лихви. Основополагащ принос за разбирането на натуралните лихви има работата на М. Уудфорд (Woodford, 2003). Според него натуралната лихва е такова ниво на реалните лихвени проценти, което не причинява нито повишение, нито понижение на инфлацията при напълно гъвкави цени. По този начин естествената лихва има дългосрочен хоризонт и не се влияе от временни циклични колебания на цените и от отклоненията от потенциалното производство. Тя е ненаблюдаема променлива и трябва да бъде оценена посредством модел. Теоретично, ако отсъстват шокове върху съвкупното търсене, а цените са гъвкави, може да се предположи, че в дългосрочен план, изчиствайки колебанията на номиналните лихвени проценти и инфлацията, реалните лихви се стремят към някакъв равновесен или естествен реален лихвен процент. Следователно реални лихвени проценти, които са високи или по-ниски от естествените, биха потиснали или стимулирали икономическия растеж.

Фактори водещи до трайна стагнация

Изказването на Самърс получава силен отклик сред икономистите и провокира сериозен академичен дебат (Teulings, 2014), а и немалък медиен интерес, особено от икономическата преса. По време на дебата се оформят две групи икономисти, които аргументират своите виждания относно твърде бавното възстановяване на глобалната икономика.

Стагнация, предизвикана от слабо съвкупно търсене (D)

Първата е водена от Самърс, Кругман и Стиглиц, които, следвайки кейнсианската традиция, обосновават нуждата от нови (фискални) стимули под формата на публични инвестиции и увеличение на фискалните дефицити с цел повишаване на вътрешното търсене. Според тях се наблюдава трайно/дългосрочно и структурно детерминирано влошаване на съвкупното търсене, което може да подкопае растежа дългосрочно, тъй като ще ерозира факторите за производство.

• Задълбочаване на доходното неравенство

Кругман и Стиглиц смятат, че *подходното неравенство* трайно свива съвкупното търсене в икономиката (вж. Krugman, 2013; Stiglitz, 2012). Според тях нарастването на спестяванията е предизвикано от неефективно разпределение на дохода в икономиката. Увеличението на дохода на високите доходни групи и понижението или стагнирането на доходите в по-ниските води до излишък на спестявания, тъй като първите имат много по-малка релативна склонност да потребяват и по-голяма да спестяват, отколкото вторите. Обратно, пределната склонност към потребление на по-ниските доходни групи е относително висока, но стагниращите им доходи не им позволяват това в дългосрочен план. Самърс, Кругман и Стиглиц споделят схващането, че през периода 2003-2008 г. стагниращите доходи на по-ниските доходни групи в САЩ и по-високата им

склонност към потребление е била замаскирана или компенсирана от неустойчиво високи нива на кредит. Именно изчерпването на кредитния им капацитет е довело до кризата от 2008 г.

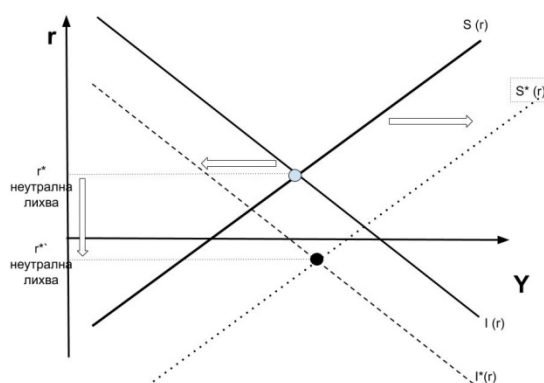
През 2015 г. Самърс публикува статия в „American Economic Review“, в която систематизира аргументите в полза на това, че влошаване на съвкупното търсене може да доведе до трайна стагнация (вж. Summers, 2015). Той го описва с наименованието „обратен закон на Сей“⁵. Според него, ако съвкупното търсене е функция на реалните лихви, няма гаранция, че тези реални лихви ще бъдат достатъчно ниски, за да стимулират инвестициите и потреблението и съответно да се достигне до пълна заетост. Или казано по друг начин, ако равновесната точка на търсенето и на предлагането на спестявания е под нулевата граница на лихвите, тогава постигането на ново равновесие между търсенето и предлагането в икономиката ще се получи чрез понижение на икономическия растеж.

• *Графична илюстрация на трайната стагнация чрез IS-LM модел*

Фаза 1: Шок предизвикан от понижаване на задлъжнялостта (deleveraging). Когато пазарните участници увеличат интензивно нормата си на спестяване, а обемът на продуктивните инвестиции не успее да ги балансира и догони, тогава реалният лихвен процент (r^*) се понижава в опит да намери равновесие на пазара чрез обезкуражаване на спестяванията и стимулиране на инвестициите (фиг. 3).

Фигура 3

Шок, предизвикан от понижаване на задлъжнялостта



Източник. Ministère des finances de la France, 2016.

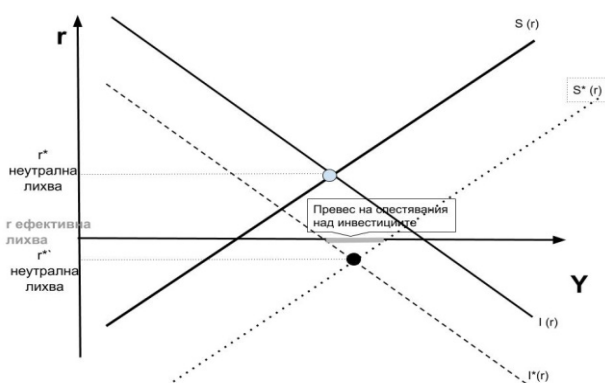
⁵ Законът на Сей гласи, че предлагането създава свое собствено търсене. В икономика с гъвкави цени съвкупното търсене поема целия обем на произведената продукция. Буквално, „продуктите се заплащат с продукти“, а пресищане на пазара може да се получи само ако твърде много средства за производство се приложат върху един тип продукт, а не върху друг.

Трайната стагнация – произход на понятието, преглед на научната литература и същност на...

Фаза 2: Неравновесие между спестяванията и инвестициите. Ако ефективната реална лихва (в икономиката) не успее да достигне достатъчно негативни нива, за да установи пазарно равновесие между спестяванията и инвестициите, то свръхспестяванията преобладават трайно в икономиката и възпрепятстват постигането на равновесие чрез цената, т.е. чрез реалната лихва (фиг. 4).

Фигура 4

Неравновесие между спестяванията и инвестициите

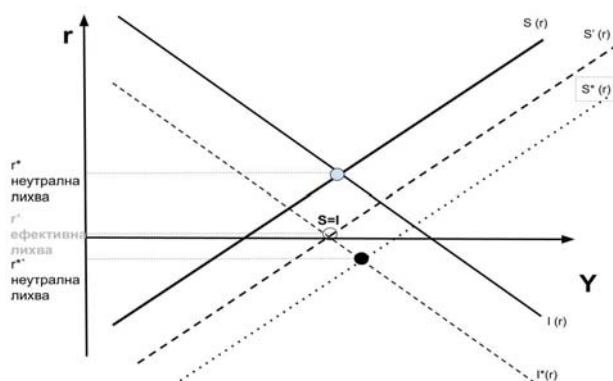


Източник. Ministère des finances de la France, 2016.

Фаза 3: Ново равновесие. В дългосрочен план количествено съвкупното производство започва да се забавя, за да съответства на по-слабото търсене, което от своя страна ограничава спестяванията.

Фигура 5

Ново равновесие



Източник. Ministère des finances de la France, 2016.

Процесът продължава, докато двете променливи се срещнат в предварително дадената равновесна цена. Или, ако равновесната точка на търсенето и предлагането на спестявания е под нулевата граница на лихвите, тогава новото равновесие в икономиката ще мине по линията на нисък икономически растеж (вж. фиг. 5).

• *Капан на ликвидността*

Пол Кругман и Кен Рогоф описват теория, която наричат „капан на ликвидността“, която отчасти се доближава до теорията за трайната стагнация (Krugman & Rogoff, 1998). Според авторите капанът на ликвидността е ситуация, при която краткосрочните лихвени проценти са нулеви и централните банки не могат да стимулират икономиката чрез допълнително намаляване на лихвените проценти, при които дават заеми на търговските банки или срещу които търговските банки си отдават заеми една на друга. Според кейнсианската школа при попадане в капан на ликвидност увеличаването на парите в обръщение не влияе върху икономиката и цените, т.е. паричната политика на централните банки става неефективна. Илюстрация на това е стагнацията на японската икономика през 90-те години на XX век и дефлацията в страната въпреки нулевите лихвени проценти.

При нормални условия⁶ централните банки могат да стимулират икономиката чрез намаляване на лихвите или чрез увеличение на паричната база. Това би насърчило кредитирането, потреблението, както и инвестициите във физически капитал. Когато обаче основната лихва е вече нула, а състоянието на икономиката остава влошено, централната банка може да увеличи парите в обръщение, като ги „инжектира“ в банковата система. След това банките са тези, които трябва да прехвърлят парите в реалната икономика, за да имат мерките на централната банка ефект. Когато обаче има ликвиден капан, банките невинаги са склонни да отпускат заеми една на друга или на фирмите и на потребителите. По този начин новосъздадената от централната банка ликвидност не може да попадне в икономиката, защото е в капана на банките. Ето защо нулевите лихвени нива могат да затруднят значително централните банки при провеждането на тяхната парична политика.

Разликата между ликвидния капан на Кругман (вж. Teulings, 2014) и хипотезата за трайната стагнация на Самърс е в това, че за Кругман капанът на ликвидността има само временен характер, докато се разреши проблемът с трансмисията на ликвидността през банките към реалната икономика, а според Самърс става въпрос за структурна ерозия на съвкупното търсене. С други думи, Кругман твърди, че въпреки сходствата в IS-LM механиката на ликвидния капан и трайната стагнация ликвидният капан е временно положение и е преодолим с определени фискални и монетарни политики, защото истинският фундамент на икономиката не е засегнат сериозно. Реалният растеж е далеч от потенциал-

⁶ На умерено високи от историческа перспектива лихвени проценти на централните банки.

ния за определен период поради ликвидния капан, но потенциалният растеж е на историческите си нива и няма причина да се смята, че е ерозиран по някакъв начин. Следователно според него активна и дори агресивна комбинация от монетарни и фискални мерки, които да повишат инфлационните очаквания, ще е достатъчна, за да бъде преодолян капанът на ликвидността.

Общото между всички автори, смятащи, че потиснатото потребление може да доведе до трайна стагнация в икономиката, е, че единствената възможност за извеждането на икономиката от състоянието на трайна стагнация е някаква форма на активно управление на съвкупното търсене (demand management), която да създаде позитивен шок.

Модел на трайната стагнация Гаути&Егертсон

През 2015 г. Егертсон и Меротра предлагат формален модел на трайната стагнация по начина, описан от Самърс, а именно ситуация, в която естествената лихва е трайно в негативна територия (вж. Eggertsson, 2014; 2019). Те разглеждат модел на (endowment⁷) икономика с три застъпващи се поколения (коhortи) OLG (Overlapping Generations), в която домакинствата са съставени от три поколения – млади, зрели и стари. Доходът е концентриран в зрялата (middle-aged) коhortа. Коhortата на младите домакинства се състои от заемополучатели, търсещи кредит, което стимулира средната коhortа да спестява част от дохода си, отдавайки го в заем на младата, за да си осигури доход, когато навлезе в третата фаза (старост). В този случай неутралната лихва се формира на базата на търсенето и предлагането на спестявания, а не, както е в други модели, на основата на някакъв дисконтиращ фактор⁸ на домакинствата. Това означава, че трайна промяна в релативните дялове на коhortите от млади и зрели домакинства би могла да промени трайно съотношението на търсенето и на предлагането на спестявания. Същевременно търсенето на кредити/спестявания от младата коhortа зависи пряко от капацитета им да поемат нов кредит и да осигуряват обезпечения за него.

Много от икономистите, споделящи възгледа на Самърс, допускат, че понижението на потенциалния растеж и на равновесния реален лихвен процент вероятно има структурен характер и се дължи на бавно действащи, обективни и неподлежащи на активно управление процеси. Въпреки това обаче те поддържат схващането, че активно управление на съвкупното търсене може да „излекува“ ерозията на факторите на съвкупното предлагане. За разлика от тях икономистите, смятащи, че причина за трайната стагнация са фактори от страна на съвкупното предлагане, представят значително по-широк кръг фактори, които могат да имат принос в постепенното спадане на количеството и качеството на съвкупното предлагане.

⁷ По смисъла на Парето при отсъствие на пари.

⁸ В случая с дисконтиращия фактор той теоретично не може да бъде отрицателен, защото това би означавало спестяващите домакинства да се лишават от текущо потребление в замяна на това да консумират по-малко в бъдеще.

Стагнация, предизвикана от ерозия на факторите на съвкупното предлагане (S)

Ако производствената функция на Коб-Дъглас $Y = AL^{\alpha}K^{\beta}$ може да служи за отправна точка за изследване на факторите за икономическия растеж в дългосрочен план, то обратната логика в теорията за трайната стагнация също е релевантна. Това означава, че съществуват три големи групи фактори със структурен характер, чиято деградация може да причини дългосрочно забавяне на икономическия растеж. На първо място са факторите, свързани с количеството на работната сила (L), на второ е ерозията на капитала (K) като понижението на релативната цена на капитала, неефективна алокация на капитала, а на трето – иновациите (A), технологичното им имплементиране или общата факторна производителност, с която се свързват трудът и капиталът.

Демографски фактори, количество и качество на работната сила (L)

Подновяването на дебата за трайната стагнация отново става повод редица икономисти да се фокусират върху динамиката на демографските процеси като ключов фактор за икономическия растеж. Тъй като същността на академичния дебат относно трайната стагнация се концентрира върху това дали естествената реална лихва е трайно понижена, серия публикации изследват връзката на демографските процеси с именно тази променлива. Общото между тях е, че всички те намират връзка между демографските процеси и нивото на естествената реална лихва в икономиката, като идентифицират три трансмисионни канала за влияние на демографските фактори върху нивото на естествената лихва.

Фереро и др. разглеждат връзката между демографските коефициенти на възрастова зависимост в пет от големите европейски страни и низходящия тренд на реалните лихви в икономиката (Ferrero et al., 2017). Карвальо и др. калибрират модел на жизнения цикъл по кохорти за развитите държави и изчисляват, че демографските тенденции от 1990 до 2014 г. са понижили, при равни други условия, равновесната естествена лихва с 1.5 процентни пункта (Carvalho et al., 2016).

Ганьон и др. разработват модел със застъпващи се поколения (OLG) за САЩ, за да изследват демографските промени и нивото на равновесната лихва и растежа на БВП и откриват, че от началото на 80-те години на XX век демографските изменения са предизвикали понижението на равновесната лихва и на икономическия растеж в САЩ с 1 процентен пункт (Gagnon et al., 2016).

Папети използва OLG модел със застъпващи се поколения, за да докаже, че между -1.7 и -0.4 процентни пункта понижението на естествената лихва в Еврозоната между 1990 и 2030 г. ще се дължи само на влошени демографски показатели (Papetti, 2019). Според автора трансмисионните канали за това развитие са два – увеличаващият се недостиг на ефективен човешки ресурс и нарасналата склонност към спестяване поради очакване за по-голяма продъл-

жителност на живота. Увеличената кохорта на възрастните пенсионери, които нетно понижават спестяванията си, действа в посока към повишение на естествената лихва, но ефектът им е пренебрежимо малък.

Фей Хан прилага по-различен подход от наложилите се OLG модели и прави полуструктурен модел за Япония относно влиянието на влошаващите се демографски параметри и нивото на естествена лихва (Fei Han, 2019). Той декомпозира трудовите ресурси, влизащи в производствената функция на Коб-Дъглас, на: население в трудоспособна възраст (15-64 години), потенциално участие в работната сила, потенциална заетост и потенциални общи работни часове на един зает. Основната идея е, че демографските фактори понижават потенциалния растеж в икономиката и по този начин предизвикват спад на равновесната лихва. По негова оценка влошаващата се демографска картина на японската икономика има както негативно въздействие върху естествената равновесна лихва, така и постепенно засилващо се влияние на демографските фактори върху тази лихва.

Фактори, влияещи върху натрупването на капитал (К)

В глобален мащаб релативното понижение на реалните лихви от края на 80-те години на миналия век показва, че спестяванията нарастват с по-голям темп от инвестициите и тази диспропорция се отразява на релативната цена на капитала, т.е. на реалната лихва в краткосрочен план и на естествената лихва в дългосрочен. Някои изследователи са мнение, че проблемът е по-скоро в инвестициите във физически капитал, на които се дължи слабо абсорбиране на нарастващите спестявания, т.е. че не се инвестира достатъчно.

Според изследване на Г. Туайтс основната причина за относителната недостатъчност на инвестициите спрямо спестяванията е, че се понижава релативната цена на капиталовите инвестиции във физически капитал (Thwaites, 2015). Това означава, че една единица пропуснато или отложено потребление може да купи по-голям обем капитал. Обратно, фирмите започват да търсят по-малко спестявания, които да превърнат в инвестиции, за да поддържат същия обем на съвкупното производство. В резултат реалните лихви устойчиво се понижават, предизвиквайки трайна стагнация.

Каджезе и Перез-Ориве смятат, че през последните десетилетия корпоративният сектор претърпява значима структурна промяна и все повече разчита на инвестиции в нематериални, нефизически активи (intangibles) като патенти, софтуер, човешки капитал, организационни иновации на фирмено ниво и др. (Caggese & Perez-Orive, 2017). Този тип активи много трудно могат да бъдат колатерализирани (използвани като обезпечение при търсенето на кредит или купени на кредит), което означава, че трябва да бъдат платени от фирмата основно с неразпределена печалба (retained earnings). В резултат корпоративният сектор трябва да понижи търсенето на кредит, да увеличи разполагаемия кеш и други силно ликвидни инструменти и фактически да се превърне в нетен спестител. Според авторите комбинацията от по-голямо използване на немате-

риални активи от корпоративния сектор с понижение на реалните лихви в икономиката може да доведе до неефективно разпределение на капитала (*capital misallocation*) и оттук – до по-ниски нива на нарастване на производителността в икономиката и съответно на произведения продукт.

Фактори, влияещи върху производителността (TFP)

Според друга група автори трайната стагнация става теоретично възможна, ако икономическите агенти (1) не могат да произведат идеи, иновации и технологичен напредък или (2) не успяват да инкорпорират тези иновации във факторната производителност на фирмите.

В две свои публикации Р. Гордън представя аргументация на първата хипотеза, а именно, че иновациите и технологичният напредък не са гладко протичащи процеси, а явления, появяващи се разпокъсано и непоследователно в различни сектори в икономиката (вж. Gordon, 2015; 2016). Той изчислява общата факторна производителност (TFP), като от производителността на труда изважда акумулирания нов капитал (*capital deepening*) и увеличеното знание на работната сила (*educational attainment*). По този начин Гордън изолира чистия принос на научно-техническия прогрес и на иновациите. Според него силното нарастване на общата факторна производителност през 1920-1972 г. се дължи на т.нар. Втора индустриална революция, която практически създава днешния вид на съвременната икономика поради изобретяването и внедряването на технологии с общо предназначение като електричеството, двигателя с вътрешно горене, телефона, радиото, напредъка в химията и медицината.

След 1972 г. икономическата възвръщаемост от тези изобретения започва да намалява и едва през периода 1996-2004 г. настъпва временно повишение на показателя TFP, което се дължи единствено на иновациите и на масовото използване на информационните технологии (ИТ). За разлика обаче от технологиите с общо предназначение ИТ имат по-ограничена употреба и по-слаб капацитет за дълбока трансформация на бизнес процесите. Според Гордън ИТ трансформират най-вече офис-процесите, организацията и ефективността на организацията на администрацията и в по-малка степен производството на стоки за общо потребление. Поради тази причина покачването на общата факторна производителност през периода 1996-2004 г. се оказва преходно явление, което има склонност да отшумява с времето. Освен това влиянието на фактори като разширяването на знанието на работната сила поради нарастване на времето за обучение и увеличението на количеството обучена работна сила започва да намалява с времето.

Според Мокир и Бриньолфсон, които Гордън нарича „технологични оптимисти“, иновациите не прекъсват, а създаването на ново знание не само не спира, но и се ускорява, което ще има силно положителен ефект върху икономическия растеж (вж. Мокур, 2015; Brynjolfsson, 2014). Техният основен аргумент е, че временните спадове на потенциалното производство произтичат от факта,

че на определени нови идеи и технологии е необходимо значително повече време за приложение в практиката, за разпространение и за налагането им като стандарт. Авторите смятат, че напредъкът на технологиите и особено на изкуствения интелект води в краткосрочен план до икономически парадокс – производителността расте, докато заетостта отчита спад, защото много дейности, изискващи квалифициран труд, все повече се извършват с технически средства. Новите машини заменят интелектуални и когнитивни компетентности, което засяга не само нискоквалифицираните, но и средно- и висококвалифицираните работници. По този начин лесно може да се обясни защо въпреки увеличението (спрямо историческите данни) на производителността средните доходи в САЩ са по-малки, отколкото през 90-те години на XX век. Това се случва, защото хората, овладели уменията да работят и да анализират данни и алгоритми, притежават висока производителност, добавят стойност и имат висок доход, а останалата работна сила добавя малко или никаква стойност и към нея се разпределя нисък доход.⁹

Вторият аргумент на т. нар. технологични оптимисти се базира върху несъвършенствата и недостатъците на статистическите методи, отчитащи БВП, които значително подценяват безплатните цифрови продукти и услуги. Те твърдят, че БВП не измерва благосъстоянието, той е просто измерител на производството, защото подценява количествено значението на продуктите и услугите, за които потребителите не заплащат, но имат голяма ценност за човека и обществото (например онлайн-карти, снимки, правени със смартфон, Уикипедия, социални мрежи и др.).

Стагнация поради финансово-кредитни ограничения

Според Р. Ку глобалната финансова криза е причината за трайното понижение на съвкупното търсене, тъй като домакинствата, фирмите, а дори и определени правителства нямат повече капацитет за поемане на нов кредит и имат нужда от продължителен период за оздравяване на балансите си, преди да предприемат ново кредитно разрастване (вж. Teulings, 2014).

Борио, Юселиус, а също и Рогоф отиват по-далеч и описват влиянието на глобалния финансов/кредитен цикъл като причина за трайното забавяне на съвкупното търсене и понижението на реалния равновесен лихвен процент (вж. Borio, 2017; Juselius, 2017; Rogoff, 2015) Според тези икономисти неспособността на регулаторите да ограничат кредитирането до разумни нива в период на икономическа експанзия предизвиква нежелани последици по време на рецесия, например значително по-трудно и по-продължително възстановяване на икономическата активност. Освен това те споделят допускането на повечето изследователи, че дългият период на оздравяване на балансите на трите сектора – домакинства, фирми и правителства, води до значително по-слаби инвестиции и

⁹ Компани като Гугъл и Фейсбук например успяват да генерират огромна стойност с относително малък брой служители.

съответно до понижаване на потенциалния растеж поради липсата на практически въвеждане на наличните иновации в реалното производство.

Общото между тази група икономисти е, че те практически отхвърлят теорията за трайната стагнация поради това, че наблюдаваното забавяне на растежа има за основен фактор слабо търсене на кредит, ограничения капацитет на финансовите посредници за предоставяне на кредит и не на последно място, дългия период на оздравяване на балансите на икономическите агенти.

*

Икономическите и политическите събития след 1938 г. на практика оставят недоказана теорията на трайната стагнация. Поредица от събития като Втората световна война, следвоенното възстановяване, Корейската война, Студената война и др. откриват много възможности за правителствена интервенция в икономиката както чрез инвестиции, така и чрез крайно потребление на стоки и услуги. От гледна точка на А. Хансен, който умира през 1975 г., въпросът остава нерешен, защото не се знае какво би се случило, ако правителствата нямаха основателни поводи да се намесват чрез фискални стимули.

Глобалната финансова криза от 2008-2009 г., както и икономическите предизвикателства в Япония от 90-те години на XX век показват, че теорията за трайната стагнация предстои да бъде верифицирана. Най-силният предупреждаващ сигнал са близките до или под нулевата граница нива на естествената лихва в много от т.нар. развити икономики, дължащи се на влошени демографски перспективи и на слабо нарастване на производителността на факторите за производство (труд и капитал). Опитът на Япония показва, че прекаленото уповане на фискални стимули в дългосрочен план може да поддържа относително приемливи нива на икономически растеж, но това се случва с цената на огромен публичен дълг.

Голяма част от т.нар. развити икономики генерират икономически растеж на базата на собствени иновации, които в дългосрочен план поддържат темпа на растеж на икономиката поради увеличаване на производителността на факторите за производство. Иновациите притежават много от характеристиките на географските открития, защото проправят пътя за редица нови икономически инициативи, които да повишат дълбочината на взаимодействието между икономическите агенти и оттук – икономическия растеж. Именно производството на идеи, иновации и технологичен напредък е необходимото, но не и достатъчно условие за излизането от капана на стагниращия растеж. Много по-важно е какво забавя инкорпорирането на тези иновации във факторната производителност на фирмите.

Използвана литература:

Bacchetta, P. & Y. Kalantzis, (2015). *Liquidity trap and secular stagnation*. Meeting Papers 661. Society for Economic Dynamics.

Backhouse, R. E. (2017). *Founder of Modern Economics: Paul A. Samuelson. Vol 1: Becoming Samuelson, 1915-1948*. Oxford University Press.

Borio, C. (2017). Secular stagnation or financial cycle drag? *Business Economics* 52.2, p. 87-98.

Brynjolfsson, E. (2014). *The Second Machine Age: Work Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. New York: W. W. Norton & Company.

Caggese, A. & A. Perez-Orive (2017). Capital Misallocation and Secular Stagnation. *FED Finance and Economics Discussion Series Working Paper N 2017-009*, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2913454> or <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2017.009>.

Carvalho, C. et al. (2016). *Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism*. ECB, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2713443>.

Domar, E. (1946). Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. *Econometrica*, 14(2), pp. 137-147, doi:10.2307/1905364.

Eggertsson, G. B. (2014, 2019). A Model of Secular Stagnation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11 (1), pp. 1-48.

Fei Han. (2019). *Demographics and the Natural Rate of Interest in Japan*, <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/19-31.html>: IMF Working Papers 19/31, International Monetary Fund.

Ferrero, G. et al. (2017). *On Secular Stagnation and Low Interest Rates: Demography Matters*. ECB Working Paper No. 2088. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3009653>.

Gagnon, E. et al. (2016). *Understanding the New Normal: The Role of Demographics*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2846343> or <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.080>.

Gordon, R. (2015). Secular Stagnation: A Supply-Side View. *The American Economic Review*, 105(5), pp. 54-59. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/43821850>.

Gordon, R. (2016). Perspectives on the Rise and Fall of American Growth. *The American Economic Review*, 106(5), pp. 72-76. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/43860990>.

Hansen, A. (1934). Capital Goods and the Restoration of Purchasing Power. *Proceedings of the Academy of Political Science*, 16(1), p. 11-19, doi:10.2307/1172387.

Hansen, A. (1938). *Full recovery or stagnation?* New York: Norton.

Hansen, A. (1939). Economic Progress and Declining Population Growth. *The American Economic Review*, 29(1), pp. 1-15. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1806983>.

Hansen, A. (1954). Growth or Stagnation in the American Economy. *The Review of Economics and Statistics*, 36(4), pp. 409-414, doi:10.2307/1925898.

Juselius, M. (2017). Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates. *International Journal of Central Banking*, Vol. 13(3), pp. 55-89.

Krugman, P. (2013). *Inequality Is Holding Back the Recovery*, <https://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>.

Krugman, P. & K. Rogoff (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), pp. 137-205, doi:10.2307/2534694.

Laubach, T. & J. Williams (2003). Measuring the Natural Rate of Interest. *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), pp. 1063-1070. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3211826>.

Lo, S and K. Rogoff (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. *BIS Working Paper No. 482*, <http://www.bis.org/publ/work482.htm>

Mokyr, J. (2015). The History of Technological Anxiety and the Future of Economic Growth: Is This Time Different? *Journal of Economic Perspectives* 29 (3), pp. 31-50.

Papetti, A. (2019). *Demographics and the natural real interest rate: historical and projected paths for the euro area*. European Central Bank. Working Paper Series 2258, <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20192258>:

Rostow, W. (1960). *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto, Chapter 2*. Cambridge University Press, pp. 4-16 .

Samuelson, P. (1948). *Economics: An Introductory Analysis*, <https://archive.org/stream/in.ernet.dli.2015.50126/2015.50126.Economics-An-Introductory-Analysis#page/n437/mode/1up/search/secular>

Steindl, J. (1952). Maturity and Stagnation in American Capitalism. *Book (No. 4)*. NYU Press, p. xv.

Stiglitz, J. E. (2012). *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future*. W. W. Norton & Company.

Summers, L. (2013). Have we Entered an Age of Secular Stagnation. *IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer*. Washington DC, <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>.

Summers, L. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49, 10.1057/be.2014.13.

Summers, L. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review* 105(5), pp. 60-65.

Sweezy, P. (1966). Monopoly capital. An Essay on the American Economic and Social Order. *Monthly Review Press, XIV*.

Taylor, J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p. 195-214.

Teulings, C. A. (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR voxeu.org

Thwaites, G. (2015). Why are Real Interest Rates so Low? Secular Stagnation and the Relative Price of Investment Goods. *SSRN Electronic Journal*, 10.2139/ssrn.2687998.

Wicksell, K. (1936 (1898)). *Lectures on Political Economy, Vol. II: Money*, https://mises-media.s3.amazonaws.com/Lectures on Political Economy-Volume II Money_2.pdf?file=1&type=document

Woodford, M. (2003). *Interests and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

Ministère des finances de la France (2016). The debate on secular stagnation: a status report. *Trésor-Economics N 182*, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/744b6412-83b3-408f-984d-bc7e43adb22c/files/ba2cdc0f-d0eb-4b24-909c-4739cda771ce>.

8.11.2019 г.