

# HANSENOVA I SAMERSOVA HIPOTEZA O SEKULARNOJ STAGNACIJI U MAKROEKONOMIJI

Veljković Marija<sup>1</sup>

**Sažetak:** U vremenima kada najrazvijenije i one manje razvijene ekonomije sveta beleže istorijski slabe nivoe ekonomskih performansi nakon Velike recesije iz 2008. godine, kada se svet suočava sa decenijski niskim stopama demografskog uvećanja, u okvirima makroekonomske teorije Samers kroz „novu” hipotezu o sekularnoj stagnaciji oživljava raspravu o nekada polemisanj te zaboravljenoj Hansenovoj „staroj” hipotezi o sekularnoj stagnaciji. Posledično, predmet istraživanja u radu jesu Hansenova „stara” i Samersova „nova” hipoteza o sekularnoj stagnaciji, koje skupa pripadaju kejnzijaskim teorijama o stagnaciji i temeljene su na uzrocima na strani tražnje. Cilj rada jeste da analizira, predstavi i objasni ključne determinante posmatranih instanci u makroekonomskoj teoriji, nastojeći pritom da pruži doprinos savremenoj ekonomskoj teoriji u pogledu kritičkog aspekta analize hipoteze o sekularnoj stagnaciji dvaju najznačajnijih teorijskih stanovišta u makroekonomskoj misli.

**Ključne reči:** makroekonomska teorija / hipoteza o sekularnoj stagnaciji / Hansen / Samers.

## UVOD

U ekonomskoj analizi hipoteze o ekonomskoj stagnaciji imaju dugu istoriju. Od klasične ekonomije do danas, ideja da bi napredne kapitalističke ekonomije mogle biti sklone nekoj vrsti dugoročne (sekularne) stagnacije koja nadilazi uobičajeni ciklični pad razmatrana je

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Milivoja Živanovića 3/30, 34 000 Kragujevac, e-mail: marijaveljkovic486@gmail.com

u različitim teorijama ekonomskog razvoja (Higgins, 1946). Uprkos svojoj dugoj tradiciji, termin stagnacija je dvosmisleno definisan koncept i često se pogrešno shvata (Reuter, 2000). Stagnacija za različite ljude znači različite stvari. Zaista postoji velika raznolikost koncepata stagnacije, pri čemu svaka hipoteza ima svoje posebne karakteristike u pogledu osnovnih uzroka, mehanizama i mera za sanaciju. Stoga je definisanje ekonomske stagnacije na univerzalan, jasan i precizan način težak poduhvat, mada moguć isključivo sa aspekta najčešćih simptoma ovog fenomena (Eichengreen, 2014). U radu se izrazi poput sekularne stagnacije, dugoročne stagnacije i stagnacije koriste kao sinonimi i ne opisuju kratkoročno smanjenje ekonomskog rasta niti niz poslovnih ciklusa, već se odnose na dug period stagnacije u ekonomiji.

Sekularna stagnacija jeste suštinski pitanje teorije ekonomskog rasta. U savremenoj ekonomskoj literaturi se sekularna stagnacija u širem smislu neretko definiše kao prolongirani period niskog rasta i obično se meri kao dugoročni prosečni godišnji rast realnog BDP-a ili realnog BDP-a po stanovniku, mada ročnost perioda posmatranja i prag niskog rasta nisu dalje jasno determinisani. Postoji mogućnost da nizak rast bude jednak nultom, ali to nije nužnost (Gordon, 2015), razlog tome počiva na činjenici da je stagnacija dugoročna tendencija ka hronično usporenom prosečnom rastu, za razliku od naglog kratkoročnog pada ili sporog cikličnog oporavka (Blecker, 2016). Iako danas među ekonomistima postoji konsenzus da je spor rast proizvodnje jedan od ključnih simptoma stagnacije, razumno je uzeti u obzir i periode u kojima je prosečni rast i dalje relativno visok i markiran stopama sa opadajućom tendencijom u vremenu. U širem kontekstu definicije sekularne stagnacije, pretpostavlja se da je ekonomija u opasnosti od sekularne stagnacije i ako dugoročna prosečna stopa rasta proizvodnje još uvek nije dosegla nizak nivo, ali sledi opadajuću trajektoriju. Slično tome, sekularna stagnacija će sama po sebi preovladavati ukoliko je prosečna stopa rasta proizvodnje niska i možda o dugom roku nastavi sa opadajućim intenzitetom (Jorgenson & Vu, 2017).

Predmet istraživanja u radu jesu dva najznačajnija teorijska koncepta o sekularnoj stagnaciji koja pripadaju teorijama baziranim na strani tražnje (kejnzijanskim) teorija stagnacije Alvina Hansena (Alvin Hansen), tzv. „stara” hipoteza o sekularnoj stagnaciji, i savremena, tj. „nova” hipoteza o sekularnoj stagnaciji Lorenza Samersa (Lawrence Summers). U skladu sa tim, cilj rada jeste da analizira, predstavi i objasni ključne determinante posmatranih instanci makroekonomske teorije, pružajući time doprinos

ekonomskoj teoriji u pogledu kritičkog aspekta analize rada teorijskih stanovišta koja imaju veliki značaj za razvoj makroekonomske misli.

## HANSENOVA „STARA“ HIPOTEZA O SEKULARNOJ STAGNACIJI

Dok je Kejns (Keynes) najpoznatiji po svojoj teoriji zapošljavanja i navodi da su ravnoteže nedovoljne zaposlenosti moguće kad god efektivna tražnja padne ispod nivoa pune zaposlenosti, on se takođe pozabavio potencijalnim budućim rizikom razvijenih ekonomija koje će pasti u stalne periode ekonomske stagnacije. Ova implicitna dugoročna perspektiva Kejnsove teorije uglavnom je predložena u nekolicini Kejnsovih kratkih eseja i pisama, ali je takođe obrađena u nekim od poslednjih poglavlja njegove knjige *Opšta teorija zapošljavanja, kamate i novca* (Keynes, [1937] 1973).

Nesumnjivo jeste da se Kejns samo osvrnuo na pitanje sekularne stagnacije. S druge strane, prvenstveno je Hansen, takozvani „američki Kejns“, kasnije 30-ih i 40-ih godina XX veka proširio tu ideju (Samuelson, 1976). Interesantna je činjenica da je Hansen u početku bio prilično podozriv prema kejnzijanskoj doktrini. Iako hvaleći Kejnsov ugled i razvoj kejnzijanske misli, u svom pregledu *Opšte teorije* istakao je da knjiga nije orijentir da postavlja osnovu za „novu ekonomiju“, već je više simptom ekonomskih trendova, nikako fundament na kome se može izgraditi nauka (Hansen, 1936). Hansenov opšti stav se promenio nakon recesije 1937–1938. godine u SAD-u. Godinama koje su nadalje usledile Hansen je postao najvažniji Kejnsov zagovornik na tlu SAD-a. Priznao je da je *Opšta teorija* ipak uvela novi pogled u ekonomiju i da su ranija stanovišta, uključujući i njegovo lično, bila delimično neprikladna (Hansen, 1946a). Štaviše, pojasnio je da se njegova hipoteza sekularne stagnacije suštinski zasnivala na istim temeljima kao i Kejnsova teorija ravnoteže u slučaju nedovoljne zaposlenosti (Hansen, 1966).

Pre Hansena, uticaj promena stanovništva na ekonomsku aktivnost detaljno je analizirao nemački ekonomista Leš (Lösch). On je na temelju empirijskog razvoja u Nemačkoj ukazao na pozitivnu relaciju između rasta stanovništva i ekonomskih performansi. Ono što je najvažnije, tvrdio je da su promene stanovništva pokretačka snaga, dok je privredne aktivnosti slede, uglavnom zbog uticaja na kapitalne investicije (Lösch, 1937).

Hansen je bio veoma kritičan prema Leševom radu, napominjući da promene stanovništva i ekonomske aktivnosti imaju međusobno interaktivan impakt (Hansen, 1936, 1937).

Hansen je prvi put u eseju iz 1934. godine spomenuo termin „sekularna stagnacija”<sup>2</sup> (Hansen, 1934) i tokom narednih godina u nekoliko knjiga i radova je razvio temeljni koncept sekularne stagnacije. U svom predsedničkom obraćanju – *Ekonomski napredak i opadajući rast stanovništva*, na godišnjem samitu Američkog ekonomskog udruženja (American Economic Association) u decembru 1938. godine, inspirisan Kejnsovim esejem *Neke ekonomske posledice opadajućeg stanovništva*, predočio je pretpostavku da ekonomski napredak uglavnom zavisi od tri egzogena faktora: dostupnosti i otkrivanja novog zemljišta i resursa, rasta stanovništva i tehnoloških promena (Hansen, 1939). Prema Hansenu, tokom većeg dela XIX i početkom XX veka, prosperitet ovih faktora pružio je ogromne mogućnosti za stvarna kapitalna ulaganja. Na primer, u SAD-u, zemlji koja je u središtu Hansenove hipoteze o stagnaciji, širenje ka zapadu i urbanizacija koja je sledila tu ekspanziju, zahtevali su velike kapitalne izdatke (Hansen, 1946a). Slično, snažan porast stanovništva nesrazmerno je povećao tražnju za stanovima i drugim kapitalno intenzivnim dobrima (Hansen, 1939). Povrh toga, ulaganje je dodatno podstaknuto drastičnim tehnološkim progresom u različitim oblastima, stvarajući tako nove vodeće industrije, poput železnica, tramvaja, telefona, električne energije i automobila (Hansen, 1946a). Zbog sinergijskog dejstva svih ovih faktora, većina XIX i rani XX vek bili su razdoblje brzog ekonomskog rasta i napretka (Hansen, 1939). Osim tipičnih fluktuacija privrednih ciklusa, nedovoljna zaposlenost proizvodnih resursa u tom periodu nije predstavljala iole ozbiljan problem (Hansen, 1939). Međutim, Hansen je bio stava da je sekularna stagnacija već otpočela u XIX veku i sa posebnom pažnjom ukazao na period od 1873. do 1896. godine, na tzv. „dugu depresiju” između kraja *boom*-a do kog je dovela izgradnja železnice i potrebe za razvojem novih vodećih industrija – električne energije i automobila (Hansen, 1955).

Povoljni ekonomski uslovi u XIX veku nisu se mogli uzeti zdravo za gotovo. Hansen je bio uveren da su u SAD-u i drugim naprednim zemljama već u toku duboke strukturne transformacije. Razdoblje XIX veka bio je poseban

---

<sup>2</sup> Stiče se utisak da je reč o slučajnosti, ako se uzme u obzir da se u svom stvaralačkom opusu isključivo koristio terminom „stagnacija”.

i jedinstven period koji je okarakterisan izdašnim egzogenim faktorima koji su pružili ogromne mogućnosti za profitabilno investiranje. Međutim, počev od 20-ih godina XIX veka, činilo se da se celokupan ekonomski ambijent menja. Hansen je prvenstveno bio zabrinut po pitanju daljeg razvoja prirasta stanovništva i buduće dostupnosti novog zemljišta i resursa. Predviđao je da ta dva opsežna faktora više nisu u stanju da podstaknu adekvatna ulaganja za održavanje nivoa pune zaposlenosti. Dok su otvaranja novih teritorija i rast stanovništva skupa doprineli najvećem delu ukupnog obima novih kapitalnih investicija u XIX veku, kapitalna ulaganja su se u drugoj i trećoj deceniji XX veka brzo redukovala (Hansen, 1939).

Apsolutna stopa povećanja stanovništva u SAD-u pokazivala je blago uzlaznu tendenciju i pre i nakon Prvog svetskog rata, počev od sredine 20-ih godina XX veka znatno se smanjila do kraja 30-ih godina istog veka. Kao što je Hansen više puta istakao, apsolutni porast stanovništva je relevantan za podsticanje ulaganja. U tom smislu, usporavanje ili prestanak apsolutnog povećanja stanovništva, *ceteris paribus*, smanjuje tražnju za investicijama (Hansen, 1955). Nadalje, stalni pad povećanja stanovništva smanjuje širenje kapitala, jer manje novih radnika mora biti opremljeno kapitalnim dobrima (Hansen, 1939). Iako je usporavanje povećanja stanovništva Hansen mahom povezivao sa padom izgradnje stambenih jedinica, takođe je ukazao na potencijalne promene u strukturi proizvodnje. S tim u vezi, uz demografsku stagnaciju i sve veći udeo starijih ljudi u ukupnoj populaciji, verovao je da će doći do uvećanja tražnje za uslugama, koje pak, zahtevaju malo ulaganja u realni kapital (Hansen, 1939). Istovremeno, zbog manjeg broja članova, kao i samog broja porodica, Hansen je, slično Kejnusu, očekivao pojavu rastuće sklonosti ka štednji (Hansen, 1940; Keynes, [1937] 1973).

Pored sporijeg povećanja stanovništva, Hansen je izrazio sličnu zabrinutost zbog nestanka propulzivnih ekonomskih delatnosti. Tokom XIX i ranog XX veka, eksploatacija i razvoj nove teritorije zahtevali su velika kapitalna ulaganja. Iako je 1890. godina označila potpuno osvajanje zapadnog dela SAD-u, ekonomski razvoj se nastavio sve do Prvog svetskog rata. Tle SAD-a je već bilo prilagođeno životu ljudi, zgrade i železnice su izgrađene, skladišta, komercijalni objekti i kuće sazidani i nakon što je urbanizacija Zapada na kraju okončana, izvoz kapitala u manje razvijene

zemlje sveta otvorio je nove investicione prilike (Hansen, 1946b). Poredeći ondašnje okolnosti sa XIX vekom, Hansen je očekivao da će buduća strana ulaganja biti znatno manje izražena (Hansen, 1939).

Sa smanjenjem demografskog porasta i teritorijalne ekspanzije, samo tehnološki napredak, kao faktor intenzivnog rasta, potencijalno bi mogao izazvati dovoljnu tražnju za investicijama. Da bi osigurali punu zaposlenost proizvodnih resursa, Hansen i drugi ekonomisti u okviru debate o stagnaciji privrede često su isticali potrebu za kapitalnim ulaganjima koja će biti dovoljna za apsorpciju štednje pri punoj zaposlenosti kapaciteta (Hansen, 1939). Hansen je, međutim, bio skeptičan da bi tehnološke promene bile u stanju da kompenzuju pad preostala dva ključna faktora za rast – stanovništvo i resurse. Kako su snažan porast stanovništva i dostupnost novog zemljišta verovatno doprineli razvoju novih (masovnih) tehnika proizvodnje tokom XIX i ranog XX veka, obustava ovih faktora nije se smatrala korisnom za budući tehničko-tehnološki progres (Hansen, 1939). Štaviše, razvoj novih kapitalno intenzivnih industrija nije se mogao uzeti olako. Krajem 30-ih godina Hansen nije video nikakav veliki tehnološki razvoj koji bi obilovao investicionim prilikama poput železnice ili automobila (Hansen, 1939). Opravdano je bio zabrinut zbog promene karaktera tehnološkog napretka ka invencijama koje štede kapital te inovacijama koje smanjuju kapitalni koeficijent (Hansen, 1946a). Prema njegovom mišljenju, amortizacije su bile sve više dovoljne za finansiranje velikih kapitalnih investicija, uključujući tu i unapređenje postojeće opreme (Hansen, 1946a). Osim toga, tehnološki progres je bio otežan institucionalnim promenama, prvenstveno smanjenjem konkurencije među kompanijama i rastućom ulogom monopola (Hansen, 1939).

Premda je Hansen bio uverenja da će se tehnološki napredak nastaviti, u svetlu konstelacija okolnosti krajem 30-ih godina, on nije verovao da će biti dovoljan da obezbedi punu zaposlenost u ekonomiji (Hansen, 1946a). Stoga je pretpostavio da su SAD, kao i ostale industrijalizovane ekonomije, sklone sekularnoj stagnaciji ili ekonomskoj zrelosti (Hansen, 1939). Govorivši o ondašnjem trenutnom nivou hronične stagnacije prihoda i zaposlenosti, Hansen je krajem 30-ih godina smatrao da je stagnacija stvaran i neposredan izazov kojim se hitno treba pozabaviti (Hansen, 1946a).

Mada je Hansen izjavljivao da bi njegovi zaključci mogli biti podložni reviziji kako se pojavljuju novi podaci, bio je ubeđen da se samo namernim

političkim delovanjem može suprotstaviti očiglednim tendencijama stagnacije u SAD-u (Hansen, 1946a). Iako je nedostatak privatnih ulaganja smatrao glavnim uzrokom opšteg trenda stagnacije, nije mislio da se problem stagnacije može rešiti pukim povećanjem privatnih investicija. Stoga, apelovao je da se istraže do krajnjih granica sve raspoložive šanse za investiranje i smatrao da bi mere politike, kao što je podsticajno oporezivanje, mogle u određenoj meri podstaći privatno investiranje (Hansen, 1946a), no, slično Kejnusu, ostao je posebno oprezan u pogledu ekspanzivne monetarne politike (Hansen, 1939). Napominjući važnost smanjenja visokih dugoročnih kamatnih stopa, Hansen je konstatovao da je uloga kamatne stope kao determinante ulaganja, precenjena (Hansen, 1939). U duhu kejnzijanske tradicije, Hansen je verovao da jeftin novac može podstaći ulaganja samo ako su i uslovi povoljni, ali da sam po sebi neće kreirati odgovarajući obim ulaganja i potrošnje (Hansen, 1939).

Glavne mere koje je Hansen predložio za sanaciju stagnacije bile su dvostruke. S jedne strane, zagovarao je povećanje privatne potrošnje, što se, međutim, nije moglo lako postići (Hansen, 1934). Osim kratkoročnih fluktuacija tokom tipičnog poslovnog ciklusa, prosečna sklonost potrošnji je veoma stabilna i verovatno neće biti radikalno promenjena iz jedne u drugu deceniju, osim značajnim izmenama u temeljnim institucionalnim aranžmanima (Hansen, 1940). Takve institucionalne promene uključuju redistribuciju prihoda od vrha do dna hijerarhije prihoda, što se može postići povećanjem socijalnih davanja ili pomeranjem poreske strukture sa regresivnih indirektnih poreza na progresivniji porez na dohodak (Hansen, 1940). Međutim, zbog mogućih negativnih efekata na privatno investiranje, upozorio je i na ograničenja takve politike preraspodele (Hansen, 1939). S druge strane, kako nije bio ubeđen da će privatna ulaganja i izdaci za potrošnju biti dovoljni da obezbede permanentnu punu zaposlenost, predlagao je i uvećanje državne investicione potrošnje (Hansen, 1934). Naročito je naglasio značaj javnih ulaganja u ljudske i prirodne resurse te u kapitalna potrošačka dobra kolektivnog karaktera, osmišljena da služe fizičkim, rekreativnim i kulturnim potrebama društvene zajednice kao celine. Imao je na umu investicije u javnu infrastrukturu u raznim oblastima, uključujući, ali ne ograničavajući se na: autoputeve, bolnice, čišćenje siromašnih kvartova, škole, unapređenje uslova za stanovanje i lokalne parkove (Hansen, 1939). Po pitanju finansiranja ovih državnih rashoda, Hansen nije bio protivnik stvaranja

javnog duga, odnosno dužničkog finansiranja, posebno u trenucima kada proizvodni resursi nisu u potpunosti uposleni i kada preovladavaju simptomi stagnacije. Javno zaduživanje bi u pomenutim okolnostima svakako bilo bolje od povećanja poreza (Hansen, 1939).

Pitanje sekularne stagnacije bilo je tema o kojoj se dosta raspravljalo među ekonomistima 30-ih godina prošlog veka i kasnije sve do sredine XX veka. Iako su neki pisci, kao što su McLaughlin & Watkins (1939), Lange (1939) i Weintraub (1939), iznosili donekle slične stavove kao Hansen, većina recenzija bila je prilično kritična prema njegovoj doktrini stagnacije. Važno je istaći one autore koji su odbacili Hansenov teorijski koncept, odnosno njegovo objašnjenje sekularne stagnacije u smislu promena u porastu stanovništva, teritorijalne ekspanzije i tehnološkog progresa. Sumnjajući u važnost ovih egzogenih faktora u objašnjavanju mogućih tendencija stagnacije, Terborg (Terborgh), Šumpeter, takođe i Štajndl (Steindl), bili su među mnogim Hansenovim oštrim kritičarima (Hein, 2016).

Nakon Drugog svetskog rata, Hansenova hipoteza o stagnaciji bila je gotovo zaboravljena usled posleratnog ekonomskog *boom*-a. Uobičajeno se tvrdilo da su snažni ekonomski rezultati nakon rata opovrgli doktrinu stagnacije, jer je Hansen očigledno pomešao sekularno sa cikličnim razvojem događaja. Ovaj zaključak, međutim, nije opravdan. Hansen je uvek naglašavao da je njegovo predviđanje sekularne stagnacije validno samo u odsustvu sila koje se suprotstavljaju toj tendenciji. Međutim, nakon Drugog svetskog rata takve sile su postojale. Među njima su bili posebno veliki nedostaci u tražnji u prvim posleratnim godinama, velika državna potrošnja i posleratni *baby boom* (Hein, 2016). Hansen nije mogao predvideti ovakav razvoj događaja 30-ih godina i zaista je nejasno kako bi se stvari razvijale da nije bilo Drugog svetskog rata.

Iako je Hansenova hipoteza o sekularnoj stagnaciji dobila slabu podršku, većina njegovih kritičara nije osporavala njenu logičku valjanost u smislu uticaja tri egzogena faktora na akumulaciju kapitala (Fellner, 1954), oni su uglavnom delili mišljenje da povećanje stanovništva, teritorijalna ekspanzija i tehnološki napredak podstiču realna kapitalna ulaganja. Za razliku od Hansena, međutim, kritičari su bili prilično optimistični da bi samoregulišuće, iako ne nužno endogene, sile sprečile sekularnu stagnaciju u slučaju da ova tri egzogena faktora oslabe (Fellner, 1954). Hansen je, u stvari, prihvatio ovo gledište i shvatio da su njegovi kritičari možda donekle u pravu (Hansen, 1946b).



Sa teorijskog stanovišta, međutim, ni Hansenova ni pozicija njegovih kritičara ne može se dokazati niti opovrgnuti. U zavisnosti od toga da li su suprotstavljene sile dovoljno moćne, sekularna stagnacija može ili ne mora evoluirati. Terborg je nastojao da opovrgne Hansenovu hipotezu o sekularnoj stagnaciji na empirijskim osnovama, putem analize uticaja povećanja stanovništva, teritorijalne ekspanzije i tehnološkog progresa na ekonomsku aktivnost krajem XIX i u periodu od početka do sredine XX veka. Njegova empirijska kritika uglavnom se zasniva na korelacionoj analizi (Hansen, 1946b) i, kako su s pravom primetili Hansen i Higgins (Higgins), delimično propušta samu suštinu koncepcije (Hansen, 1946b; Higgins, 1946). Čak ni Terborg, koji je zaključio da je sekularna stagnacija bez empirijske važnosti, nije poricao teorijsku doslednost Hansenovog koncepta (Hansen, 1946b).

### **SAMERSOVA „NOVA“ TEORIJA O SEKULARNOJ STAGNACIJI**

Kao svedok savremenog doba, koje nije ni nalik Hansenovom vremenu, podstaknut minulim dešavanjima koja datiraju iz perioda Velike recesije s početka XXI veka, Samers je oživeo davno zaboravljeni Hansenov koncept o hipotezi sekularne stagnacije i time raspirio debatu širokih razmera među svojim kolegama savremenicima.

Fokus Samersove hipoteze o stagnaciji jeste pretpostavka da se u velikim naprednim ekonomijama povećala sklonost ka štednji, dok se sklonost ka ulaganju smanjila do te mere da je ravnotežna realna kamatna stopa (koja izjednačava nivo štednje i ulaganja pri punoj zaposlenosti) veoma niska ili čak negativna (Summers, 2015c). Zbog kratkoročnih nominalnih tržišnih kamatnih stopa koje gravitiraju nuli i niskih stopa inflacije, međutim, ova tzv. prirodna realna kamatna stopa mogla bi biti nedostižna (Summers, 2015a). Prema Samersu, naknadna štednja i investicije su usklađene na nivou proizvodnje ispod optimalne, tj. ispod nivoa pune zaposlenosti, dok je u isto vreme ekonomski rast relativno slab, te, s tim u vezi, on smatra da postoji mogućnost da ekonomija postigne nivo pune zaposlenosti, zadovoljavajući tako rast i finansijsku stabilnost istovremeno (Summers, 2014b).

Digresije radi, koncept tzv. prirodne ili realne kamatne stope seže do ekonomiste Viksela, koji je ovu koncepciju definisao kao ravnotežnu

kamatnu stopu koja, kao prvo, ujednačava odluke o štednji domaćinstava sa odlukama preduzeća o ulaganju pri nivou pune zaposlenosti, i, kao drugo, u skladu je sa cenovnom stabilnošću. Danas se Vikselova prirodna kamatna stopa obično shvata kao kratkoročna realna kamatna stopa oslobođena rizika koja, srednjoročno do dugoročno gledano, izjednačava štednju i investicije na nivou potencijalne proizvodnje (pune zaposlenosti) i stabilne inflacije (koja je blizu ciljane od strane centralne banke) (Constâncio, 2016; Laubach & Williams, 2003; Summers 2015a). Važno je istaći da je Vikselova prirodna realna kamatna stopa čisto teorijski koncept i da nije empirijski dokaziva. Ona egzistira u pozadini funkcionisanja ekonomskog sistema gde i ispoljava svoj teško primetni impakt (Rachel & Smith, 2015). Za razliku od kratkoročnih (nominalnih) tržišnih kamatnih stopa, koje su dominantno determinisane monetarnim faktorima, na prirodnu realnu kamatnu stopu utiču nemonetarne, realne sile te ona služi kao orijentir za monetarnu politiku.

Determinante prirodne realne kamatne stope uključuju sekularne (dugoročne) faktore koji utiču na nivo štednje i investicija – očekivana stopa rasta potencijalne proizvodnje, produktivnost, demografski rast, nejednakost u prihodima, državna potrošnja (Rachel i Smith 2015). U savremenoj raspravi o sekularnoj stagnaciji, međutim, često se ne pravi koncizna distinkcija između realnih faktora koji utiču na prirodnu (realnu) kamatnu stopu (preko promene nivoa štednje, ulaganja, bilansa tekućeg računa) i monetarnih faktora koji utiču na tržišne (nominalne) kamatne stope (Blanchard i sar., 2014).

Dok je prirodna realna kamatna stopa (iako empirijski neuočljiva) jedna od ključnih Samersovih varijabli, procene nekoliko ekonomista ukazuju na to da se ona već nekoliko godina smanjuje u velikim razvijenim zemljama. Tako, na primer, neke procene otkrivaju da je prirodna realna kamatna stopa u SAD-u u opadanju tokom proteklih 25 godina i da će verovatno ostati niska tokom dužeg perioda u nadolazećem vremenu (Laubach & Williams, 2003). Pad prirodnih realnih kamatnih stopa je takođe primećen u Evrozoni i Japanu (Constâncio 2016). Empirijska studija koja upoređuje procene za Kanadu, Evrozonu, Ujedinjeno kraljevstvo i SAD, iznosi zaključke da je u posmatrana četiri ekonomska sistema prirodna realna kamatna stopa blago opala u razdoblju između 1990. i 2007. godine, dok je došlo do drastičnijeg pada nakon Velike recesije 2008–2009. godine (Holston & Laubach, 2016). Centralne banke u mnogim zemljama u svetu sledile su prilagodljivu monetarnu politiku i snizile svoje kamatne stope

tokom proteklih decenija, sve u nastojanju da prate ove skoro neprimetne opadajuće trajektorije te usmere kratkoročne (nominalne) tržišne kamatne stope prema svojim prirodnim nivoima (na dugi rok) (Gerlach & Moretti, 2014; Constâncio 2016; Bernanke, 2015c).

Pretpostavljajući da su prirodne realne kamatne stope u velikim naprednim ekonomijama pale na tako niske nivoe da tržišne kamatne stope nisu u stanju da ih održe, Samers prognozira prolongirani period usporenih ekonomskih performansi u budućnosti (Summers, 2014b). Uzroci ovog pada prirodnih realnih kamatnih stopa obuhvataju nekoliko srednjoročnih do dugoročnih faktora koji su omeli sklonost ka investiranju te povećali sklonost ka štednji, kao i aspekte otvorene ekonomije, s obzirom na promene na tekućim bilansima zemalja (Rachel & Smith, 2015). Kako se ovi faktori samo donekle preklapaju sa tri Hansenova egzogena faktora, Samers je u tom maniru naslovio svoju teoriju „nova hipoteza o sekularnoj stagnaciji” (Summers, 2014b).

Postoji konsenzus da se u poslednjih nekoliko godina prognozirani trend smanjenja prirodnih kamatnih stopa može delimično pratiti do konsekvenci Velike recesije u 2008. godini. Razduživanje duga privatnog i javnog sektora, veća neizvesnost i averzija prema riziku, kao i veće barijere za finansijsko posredovanje, verovatno su izvršili pritisak nagore na nivo štednje i pritisak nadole na nivo investicija (Yellen, 2015). Neki ekonomisti naročito polemišu u navedenom smislu. Generalni stav jeste da obimne otplate duga, od strane privatnog i sektora domaćinstava, umanjuju sklonost ka ulaganju i uvećavaju želju za štednjom. Ova nepovoljna tendencija istrajava zbog reperkusija koje dug nosi i koje deluju kao psihološka blokada za dalje pozajmljivanje sredstava. Čak i uprkos sanaciji stanja u bilansu, ova putanja se može nastaviti tokom dužeg perioda u vremenu (Koo, 2014). U vezi s tim, neki ekonomisti su primetili da neke razvijene države imaju problem sa tzv. superciklusom duga u kome ogroman rast duga i razduživanje privatnog i državnog sektora uvećavaju želju za štednjom i otežavaju investicije (Lo & Rogoff, 2015).

Iako su faktori povezani sa krizom odigrali svoju ulogu, ekonomisti koji se zalažu za koncepciju sekularne stagnacije mahom ističu dublje, strukturne faktore koji su evoluirali u proteklim decenijama i već su imali dejstvo pre Velike recesije iz 2008. godine (Summers, 2016a). Identično Hansenovoj

doktrini o stagnaciji, fundamentalne demografske promene su među faktorima na koje je Samers stavio poseban akcenat. Tokom proteklih decenija, većina razvijenih ekonomija je doživela usporavanje demografskog rasta i, najvažnije, mali porast radno sposobnog stanovništva i radne snage generalno. Apsolutna promena u broju ljudi starosti između 15 i 64 godine opada u nekoliko razvijenih država. U Japanu i nekim evropskim zemaljama, promena je čak bila negativna tokom proteklih godina. Ostali faktori koji su mogli ometati sklonost ka ulaganju uključuju usporavanje tehnološkog progresa, o čemu pak, Samers ne iskazuje precizan stav te ne komentariše dalje (Summers, 2014c).

Drugo objašnjenje za manju sklonost ka ulaganju bavi se strukturnim pomacima prema manje kapitalno intenzivnim industrijama i delatnostima. U tom smislu, naročito u domenu informaciono-komunikacionih tehnologija (IKT), kompanijama poput Gugla (Google), Epla (Apple), Majkrosofta (Microsoft) ili Fejsbuka (Facebook) potrebno je relativno malo realnih kapitalnih ulaganja, čime se vrši pritisak na opštu sklonost ka ulaganju (Summers, 2014c; Constâncio, 2016). Osim toga, pojedini ekonomisti upućuju na opadajući trend javnih investicija koji sputava ukupnu domaću tražnju za ulaganjima (Rachel & Smith, 2015).

Uzimajući u obzir aspekte otvorene ekonomije, promene u globalnim neravnotežama, reflektovane na promene tekućih bilansa, verovatno su imale podsticajno dejstvo na navodni pad prirodnih realnih kamatnih stopa u pojedinim zemljama. U tom smislu, Bernank (Bernanke) je izrazio određenu dozu skepticizma u vezi sa Samersovom teorijom te je pružio alternativni odgovor na uzrok pada realnih kamatnih stopa. On navodi da je aktuelno doba – era prevalencije globalne štednje (*global savings glut*), zajednički argument u korist rasta salda na tekućim bilansima nekoliko ekonomija sa nastajućim tržištima i zemljama proizvođačima nafte (od početka do sredine XXI veka) i pada prirodne realne kamatne stope u državama koje imaju deficit tekućeg bilansa (posledično), prvenstveno u SAD-u (Bernanke, 2015a, 2015b). U prilog ovome govori činjenica da je nakon velike krize na azijskom tlu 1997. godine, većina istočnoazijskih zemalja nakon deficita počela da beleži velike suficite na tekućim bilansima, što je impliciralo višak domaće štednje nad investicijama (Rachel & Smith, 2015). Slično, poskupljenje cene nafte od početka do sredine XXI dovelo je do velikih ušteda i povećanja suficita na tekućem bilansu zemalja proizvođača nafte. Ove neusklađenosti između nacionalne štednje i investiranja mogle su se ostvariti samo ukoliko druge zemlje

(poput SAD-a) imaju podjednako veliki rast deficita u tekućem bilansu. Shodno tome, smanjenje salda na tekućem bilansu SAD-a i drugih zemalja najverovatnije je doprinelo padu prirodnih realnih kamatnih stopa u ovim ekonomijama (Rachel & Smith, 2015).

Po pitanju mera ekonomske politike, Samers se zalaže za nekoliko, koje se uopšteno mogu grupisati u tri kategorije: monetarna politika, strukturne reforme i ekspanzivna fiskalna politika (Summers, 2014a).

Iako je zagovornik ponovne revizije ciljane inflacije, Samers je više pristalica targetiranja nominalnog rasta BDP-a, čime će se, kako ističe, omogućiti fleksibilniji koridor za inflaciju. S druge strane, s obzirom da su tržišne kamatne stope u nekim zemljama još uvek blizu nule, mere monetarne politike koje omogućuju širi opseg kvantitativnog popuštanja mogu poslužiti za dalje smanjenje kamatnih stopa na dugoročnija i rizičnija sredstva (Summers, 2015b).

Strukturne reforme, za koje se Samers zalaže, obično su usmerene ka strani ponude u ekonomiji. Ipak, valja imati u vidu da ponuda i tražnja u privredi ne funkcionišu potpuno izolovano jedna od druge, te, stoga, određene reforme na strani ponude mogu pozitivno uticati na agregatnu tražnju, i *vice versa*. Poreske reforme i smanjenje strukturnih barijera za povećanje investiranja za Samersa su od naročite važnosti, kao i mere koje podstiču inovacije, povećavaju pregovaračku moć sindikata i redukuju nejednakost (Summers, 2014b, 2014c).

Što se tiče ekspanzivne fiskalne politike, Samers je smatra neophodnom za prevazilaženje slabih ekonomskih performansi. Sudeći po njemu, uz kamatne stope i neto javne investicije, koje su na istorijskom minimumu u razvijenim državama, veći obim javnih investicija (parcijalno finansiranih putem zaduživanja države), potencijalno su ključ za ponovno uspostavljanje visokih stopa privrednog rasta (Summers, 2015a).

Samersova „nova“ hipoteza o sekularnoj stagnaciji obnovila je zaboravljenu raspravu i izazvala različite reakcije među ekonomistima. Dok, s jedne strane, njegov opšti pristup ima kejnzijansku konturu, s druge strane, kontroverzni koncept Vikselove prirodne realne kamatne stope jeste epicentar njegove analize čime se zasnjuje stvarno jezgro njegove hipoteze. U tom smislu, Samers tvrdi da bi se skrivene tendencije sekularne stagnacije mogle prevazići ukoliko se samo kratkoročne

(nominalne) tržišne kamatne stope ne održavaju na aproksimativno nultom nivou kako bi pratile prirodnu realnu kamatnu stopu, za koju se pak, procenjuje da će ostati istorijski niska i u bliskoj budućnosti (ali ne na nuli). Iako je svestan rizika od finansijske nestabilnosti, čini se da je Samers ubeđen da bi politike centralne banke u korist još nižih kamatnih stopa (povećale bi sklonost ka ulaganju i sputale sklonost ka štednji) u vreme ekonomskih teškoća mogle biti od suštinskog značaja za podsticanje ekonomskog rasta (Hein 2016; Constâncio 2016). U stvarnosti, međutim, ne postoji samo jedna, već čitav niz različitih kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa koje utiču na odluke o štednji i investicijama. Zbog toga je relevantan odgovor čitavog niza tržišnih kamatnih stopa na promene u kratkoročnim politikama centralnih banaka, što nadalje implicira i odluke banaka i drugih finansijskih institucija po pitanju uspostavljanja kreditnih standarda i kamatnih stopa na depozite i zajmove (Arestis & Sawyer, 2002).

Na kraju, Samersu pripadaju zasluge što je kejnzijanska strana tražnje iznova dovedena u prvi plan u ekonomiji. Njegova „nova” hipoteza je utoliko više značajna, ako se uzme u obzir da je decenijama uoči Velike recesije strana tražnje bila prenerbegavana u *mainstreamu* makroekonomije. Nekoliko eminentnih ekonomista koji su se uključili u *mainstream* raspravu o sekularnoj stagnaciji podržavaju Samersovu opštu crtu razmišljanja i njegov doktrinarni stav (Eichengreen, 2014; Koo, 2014). S druge strane, većina hipoteza koje stagnaciju tretiraju kao prolaznu pojavu nisu nužno alternative Samersovoj, već mogu nesmetano koegzistirati.

## ZAKLJUČAK

Nesumnjivo su ekonomisti poput Hansena i Samersa razvili svoje hipoteze o sekularnoj stagnaciji i ekonomskim distorzijama kao odgovor na ekonomske krize iz 1929. i 2008. godine, respektivno, i periode koji su nakon njih usledili.

Kritički pregled „stare” i „nove” hipoteze o sekularnoj stagnaciji pokazuje da tema o konceptu sekularne stagnacije nije uvek bila aktuelna i da njena popularnost varira u skladu sa ukupnim ekonomskim okolnostima. Dok je hipoteza o sekularnoj stagnaciji uglavnom privlačila pažnju tokom perioda ekonomskih teškoća, u doba ekonomskog prosperiteta ona pada u zaborav. U tom smislu, teorije o ekonomskoj stagnaciji izgleda da su gotovo spontani odgovor na period produžene depresije.

Premda u Hansenovoj hipotezi godine depresije između kasnih 20-ih i kasnih 30-ih godina XX veka označavaju period akutne stagnacije, njegova teorija nadilazi taj demarkacioni period u vremenu. Hansen je smatrao da stagnacija nije došla preko noći te da je rezultat nepovoljnih konstelacija događaja na dugi rok čiji su efekti bili maskirani silama koje su se suprotstavljale godinama pre Velike depresije.

Samersova savremena teorija o sekularnoj stagnaciji pojavila se nekoliko godina nakon Velike recesije, kada se većina razvijenih industrijalizovanih zemalja još borila sa ekonomskim uticajem krize iz 2008. godine, dok se u nekoliko zemalja nejednakost u prihodima vratila na nivoe od pre Drugog svetskog rata. Iako deli sličnost sa Hansenovom teorijom koja je nastala u godinama nakon Velike depresije, Samersovu „novu“ hipotezu inicirale su slabe ekonomske performanse razvijenih ekonomija nakon 2008. godine. Za razliku od Hansenovog akcenta na demografsko opadanje, Samers svoje stanovište temelji prvenstveno na decenijski niskim nivoima dugoročne prirodne kamatne stope. Posebno se u pogledu na ulogu kamatnih stopa razlikuju Samersova i Hansenova teorija o sekularnoj stagnaciji, jer je Hansenova hipoteza o sekularnoj stagnaciji mogla potpuno izuzeti dejstvo prirodne kamatne stope i utemeljena na čistoj kejnzijanskoj osnovi. No, poput „stare“ hipoteze, „nova“ takođe nije ograničena isključivo kriznim godinama.

Sudeći prema teorijskim shvatanjima dvojice eminentnih ekonomista, nepovoljan razvoj događaja preteča je kriznih dešavanja. S tim u vezi, poput Hansena koji nije mogao prevideti splet pozitivnih posleratnih okolnosti sredinom prošlog veka, Samers takođe nije mogao imati u vidu pandemiju COVID-19 virusa i rusko-ukrajinske ratne sukobe, te pitanja koja van svake sumnje ostaju otvorena za buduća istraživanja referiraju na to hoće li i Samersova „nova“ hipoteza o sekularnoj stagnaciji pasti u senku zaborava usled aktuelnih dešavanja i kakva svojstva (inhibitorna ili akceleracijska) pandemija i ratni sukob imaju po ekonomski rast u dugom roku.

## LITERATURA:

1. Arestis, P., & Sawyer, M. (2002). "New Consensus", New Keynesianism, and the economics of the "Third Way". *Levy*

- Economics Institute Working Paper No. 364*, Annandale-on-Hudson, NY, Levy Economics Institute of Bard College.
2. Blecker, R. A. (2016). The US economy since the crisis: slow recovery and secular stagnation. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 13(2), 203-214.
  3. Bernanke, B. S. (2015a, March 31). Why are interest rates so low, part 2: secular stagnation, Preuzeto sa <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-solow-part-2-secular-stagnation/>
  4. Bernanke, B. S. (2015b, April 01). Why are interest rates so low, part 3: the global savings glut, Preuzeto sa <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-solow-part-3-the-global-savings-glut/>
  5. Bernanke, B. S. (2015c, April 13). Why are interest rates so low, part 4: term premiums, Preuzeto sa <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/13/why-are-interest-rates-solow-part-4-term-premiums/>
  6. Blanchard, O. J., Furceri, D., & Pescatori, A. (2014). A prolonged period of low real interest rates?. U: C. Teulings & R. Baldwin (Eds). *Secular stagnation: facts causes and cures* (pp. 101-110). London, CEPR Press.
  7. Constâncio, V. (2016, June 15). The challenge of low real interest rates for monetary policy, Preuzeto sa <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160615.en.html>
  8. Eichengreen, B. (2014). Secular stagnation: a review of the issues. U: C. Teulings & R. Baldwin (Eds). *Secular stagnation: facts causes and cures* (pp. 41-46). London, CEPR Press.
  9. Fellner, W. (1954). Full use or underutilization: appraisal of long-run factors other than defense. *American Economic Review*, 44(2), 423-433.
  10. Gerlach, S., & Moretti, L. (2014). Monetary policy and TIPS yields before the crisis. *B.E. Journal of Macroeconomics*, 14(1), 689-701.
  11. Gordon, R. J. (2015, September 27). Secular stagnation on the supply side: U.S. productivity growth in the short and long run, Preuzeto sa [https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/events/2015/fed-policyforum/papers/gordon-secular\\_stagnation.pdf](https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/events/2015/fed-policyforum/papers/gordon-secular_stagnation.pdf)



12. Hansen, A. H. (1934). Capital goods and the restoration of purchasing power. *Proceedings of the Academy of Political Science*, 16(1), 11-19.
13. Hansen, A. H. (1936). Mr. Keynes on underemployment equilibrium. *Journal of Political Economy*, 44(5), 667-686.
14. Hansen, A. H. (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29(1), 1-15.
15. Hansen, A. H. (1940). Extensive expansion and population growth. *Journal of Political Economy*, 48(4), 583-585.
16. Hansen, A. H. (1946a). Keynes and the general theory. *Review of Economics and Statistics*, 28(4), 182-187.
17. Hansen, A. H. (1946b). Some notes on Terborgh's "The Bogey of Economic Maturity". *Review of Economics and Statistics*, 28(1), 13-17.
18. Hansen, A. H. (1955). The stagnation thesis. U: A. Smithies & J. K. Butters (Eds). *Readings in fiscal policy* (pp. 540-557). London, George Allen and Unwin Ltd.
19. Hansen, A. H. (1966). Stagnation and under-employment equilibrium. *Rostra Economica Amstelodamensia*, 15 Nov 1966, 7-9.
20. Hein, E. (2016). Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers. *PSL Quarterly Review*, 69(276), 3-47.
21. Higgins, B. (1946). The doctrine of economic maturity. *American Economic Review*, 36(1), 133-141.
22. Holston, K., & Laubach, T. (2016). Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016-11*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
23. Jorgenson, D. W., & Vu, K. M. (2017). The outlook for advanced economies. *Journal of Policy Modeling*, 39(4), 660-672.
24. Keynes, J. M. ([1937] 1973). Some economic consequences of a declining population. U: D. Moggridge (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes, vol XIV: the general theory and after, part II: defence and development* (pp. 124-133). London and Basingstoke, Macmillan, St. Martin's Press for the Royal Economic Society.
25. Koo, R. C. (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. U: C. Teulings & R. Baldwin (Eds). *Secular stagnation: facts causes and cures* (pp. 131-142). London, CEPR Press.

26. Lange, O. (1939). Is the American economy contracting? *American Economic Review*, 29(3), 503-513.
27. Laubach, T., Williams, J. C. (2003). Measuring the natural rate of interest. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.
28. Lo, S., & Rogoff, K. S. (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. *Bank for International Settlements Working Paper No. 482*, Bank for International Settlements.
29. Lösch, A. (1937). Population cycles as a cause of business cycles. *Quarterly Journal of Economics*, 51(4), 649-662.
30. McLaughlin, G. E., & Watkins, R. J. (1939). The problem of industrial growth in a mature economy. *American Economic Review*, 29(1), 1-14.
31. Rachel, L., & Smith, T. D. (2015). Secular drivers of the global real interest rate. *Bank of England Staff Working Paper No. 571*, Bank of England.
32. Reuter, N. (2000). *Ökonomik der "Langen Frist": Zur Evolution der Wachstumsgrundlagen in Industriegesellschaften*. Metropolis-Verlag, Marburg.
33. Samuelson, P. A. (1976). Alvin Hansen as a creative economic theorist. *Quarterly Journal of Economics*, 90(1), 24-31.
34. Summers, L. H. (2014a, September 14). Bold reform is the only answer to secular stagnation, Preuzeto sa <http://www.ft.com/cms/s/2/4be87390-352a-11e4-aa47-0144feabdc0.html#axzz4IkWOLicp>
35. Summers, L. H. (2014b). Low equilibrium, real rates, financial crisis, and secular stagnation. U: M. N. Baily & J. B. Taylor (Eds). *Across the great divide: new perspectives on the financial crisis* (pp. 37-50). Stanford, CA, Hoover Institution Press.
36. Summers, L. H. (2014c). U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49(2), 65-73.
37. Summers, L. H. (2015a). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60-65.
38. Summers, L. H. (2015b, November 20). Low real rates, secular stagnation & the future of stabilization policy, Preuzeto sa <http://larrysummers.com/wpcontent/uploads/2015/12/LarrySummers-Central-Bank-of-Chile.pdf>

39. Summers, L. H. (2015c, April 01). On secular stagnation: a response to Ben Bernanke, Preuzeto sa <http://larrysummers.com/2015/04/01/on-secular-stagnation-a-response-to-bernanke/>
40. Summers, L. H. (2016a). Secular stagnation and monetary policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 98(2), 93-110.
41. Weintraub, D. (1939). Effects of current and prospective technological developments upon capital formation. *American Economic Review*, 29(1), 15-32.
42. Yellen, J. L. (2015, March 27). Normalizing monetary policy: prospects and perspectives, Preuzeto sa <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150327a.pdf>

# HANSEN'S AND SUMMERS' HYPOTHESIS OF SECULAR STAGNATION IN MACROECONOMICS

Marija Veljković

**Abstract:** *At a times when the world's most developed and those less developed economies are recording historically weak levels of economic performance after the Great Recession of 2008, when the world is facing decades of low demographic growth, in the frames of macroeconomic theory Summers revives the discussion about Hansen's once-debated and forgotten "old" secular stagnation hypothesis through a "new" secular stagnation hypothesis. Consequently, the subject of research in this paper are Hansen's "old" and Summers' "new" secular stagnation hypotheses, which together belong to Keynesian theories of stagnation and are based on the demand-side causes. The aim of this paper is to analyze, present and explain the key determinants of the observed instances in macroeconomic theory, trying to contribute to contemporary economic theory in terms of a critical analysis of the secular stagnation hypothesis of the two most important theoretical points of view in the macroeconomic thought.*

**Key words:** *macroeconomic theory / secular stagnation hypothesis / Hansen / Summers.*