

Εθνικό και Καποδιστριακό  
Πανεπιστήμιο Αθηνών  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

ΠΜΣ «Εφαρμοσμένης Οικονομικής και Χρηματοοικονομικής

**Μάθημα: Αναπτυξιακά Θέματα Αιχμής: Παγκόσμια,  
Ευρωπαϊκή και Ελληνική Οικονομία**

E-class μαθήματος: ECON321

Ακαδημαϊκό έτος: 2014-2015  
Χειμερινό εξάμηνο

# **The Theoretical Foundations**

*Six years after the Crisis and the recovery is still anaemic despite years of zero interest rates. Is 'secular stagnation' to blame?*

*Teulings and Baldwin (2014)  
Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures  
(VoxEU e-book)*

# Τι ορίζεται ως Secular Stagnation;

- Ένας ορισμός της έννοιας του secular stagnation είναι ότι χρειάζονται αρνητικά πραγματικά επιτόκια για να εξισωθούν οι αποταμιεύσεις και οι επενδύσεις με την πλήρη απασχόληση. Η κύρια ανησυχία είναι ότι η secular stagnation δυσκολεύει την επίτευξη πλήρους απασχόλησης λόγω χαμηλών επιπέδων πληθωρισμού και μηδενικών επιτοκίων (Tuelings and Baldwin 2014).
- Ο όρος χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά από τον Hansen (1938 – speech published as “Economic Progress and Declining Population Growth”, American Economic Review, 29, 15) σε μια ομιλία του η οποία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί διορατική, προσανατολισμένη στο μέλλον αλλά ταυτόχρονα και εντελώς άστοχη και λανθασμένη (Tuelings and Baldwin 2014, Summers 2014 – “Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis – in Tuelings and Baldwin 2014).
  - ❖ Ο λόγος είναι ότι χρησιμοποίησε τον όρο για να περιγράψει μια κατάσταση στις ΗΠΑ όπου τα χαμηλά επίπεδα γεννητικότητας και το τέλος της αγροτικής ανάπτυξης θα ωθούσαν τη χώρα σε χαμηλές επενδύσεις, χαμηλή ζήτηση και χαμηλή ανάπτυξη. Διαψεύστηκε κατηγορηματικά καθώς τα επόμενα έτη οι ΗΠΑ εξελίχθηκαν στη μεγαλύτερη οικονομική παγκόσμια δύναμη επιτυγχάνοντας ραγδαία αύξηση των επενδύσεων, αύξηση της συνολικής ζήτησης και ταχεία ανάπτυξη.
  - ❖ Ο Larry Summers επανέφερε τον όρο “secular stagnation” στα τέλη του 2013 (Tuelings and Baldwin 2014).

# Βρισκόμαστε σε συνθήκες Secular Stagnation;

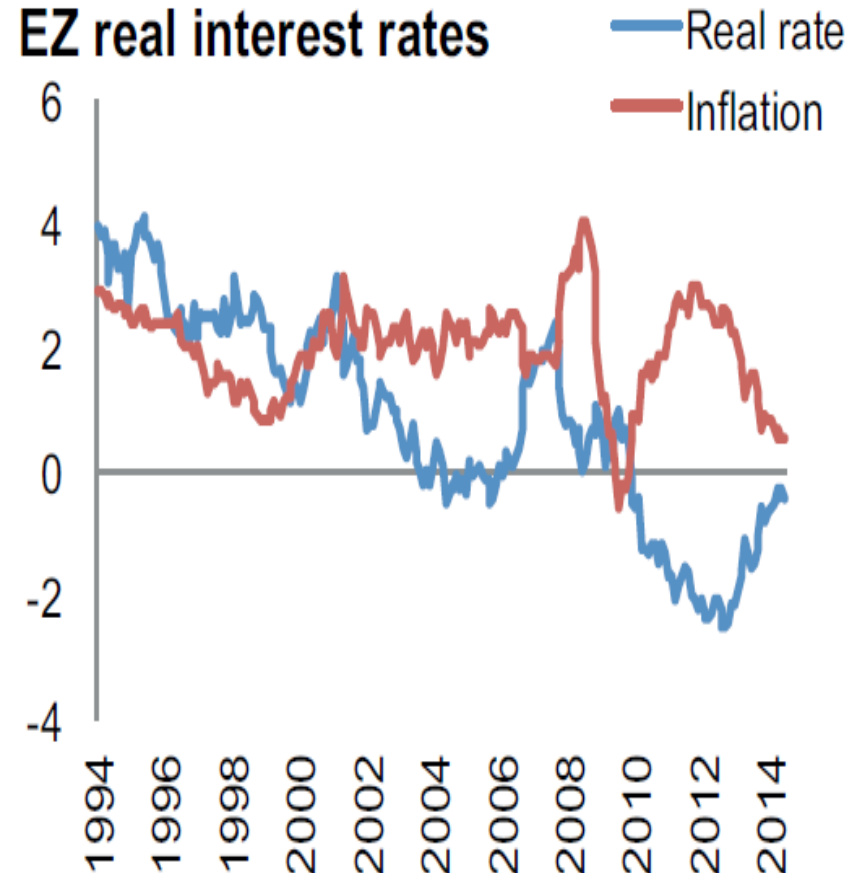
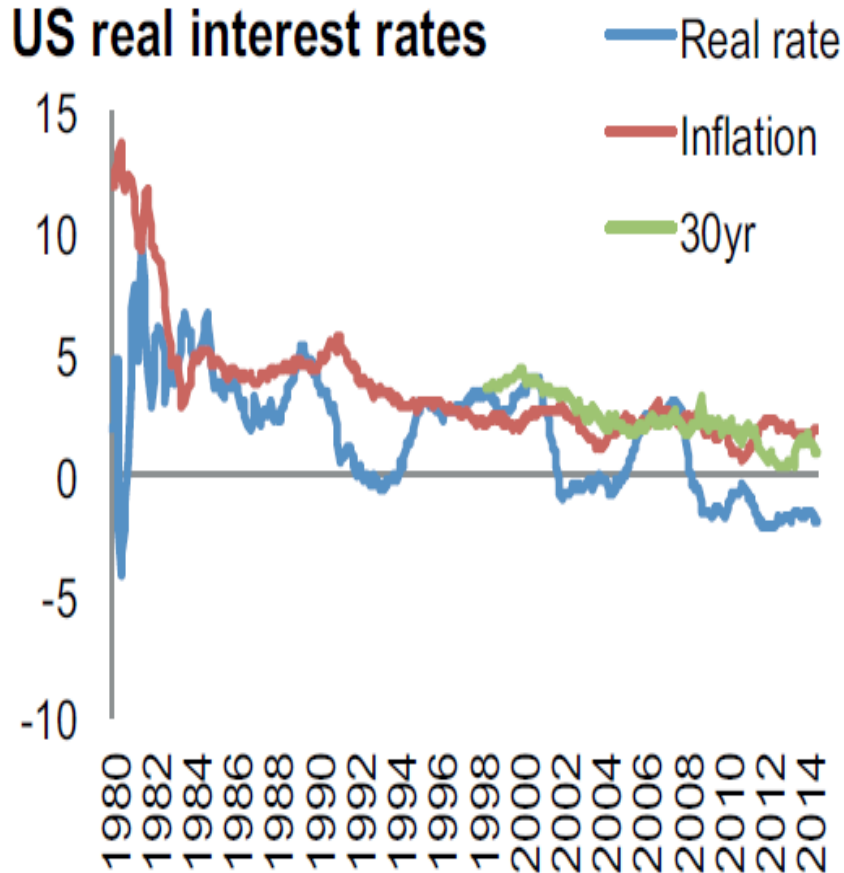
- Είναι ίσως πολύ νωρίς για να γνωρίζουμε εάν οι υποφαινόμενες ως συνθήκες secular stagnation είναι κάτι περισσότερο από μια αργή ανάπτυξη. Ωστόσο, οι οικονομολόγοι και εκείνοι που λαμβάνουν τις αποφάσεις θα πρέπει να σκεφτούν εκ των προτέρων πως θα αντιδράσουν εάν οι συνθήκες secular stagnation τελικά επιβεβαιωθούν – τα παλιά μακροοικονομικά εργαλεία θα είναι ανεπαρκή (Tuelings and Baldwin 2014).
- Παρότι η αισιοδοξία φαίνεται να επιστρέφει στις αγορές, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS 2014 - 84th BIS Annual Report) προειδοποιεί ότι η οικονομική κρίση δεν έχει ξεπεραστεί.
  - ❖ Σημειώνει ότι ενώ στις χρηματαγορές επικρατεί ευφορία, οι επενδύσεις στην πραγματική οικονομία κινούνται σε χαμηλά επίπεδα, παρά το γεγονός ότι τα βασικά επιτόκια δολαρίου, ευρώ και γιέν βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

# Βρισκόμαστε σε συνθήκες Secular Stagnation;

Παρατηρούνται ορισμένες συνθήκες σύμφωνα με τις οποίες ο φόβος της ύπαρξης πραγματικών συνθηκών secular stagnation ενδυναμώνεται (Krugman 2014 – “Four Observations on Secular Stagnation” – in Tuelings and Baldwin 2014):

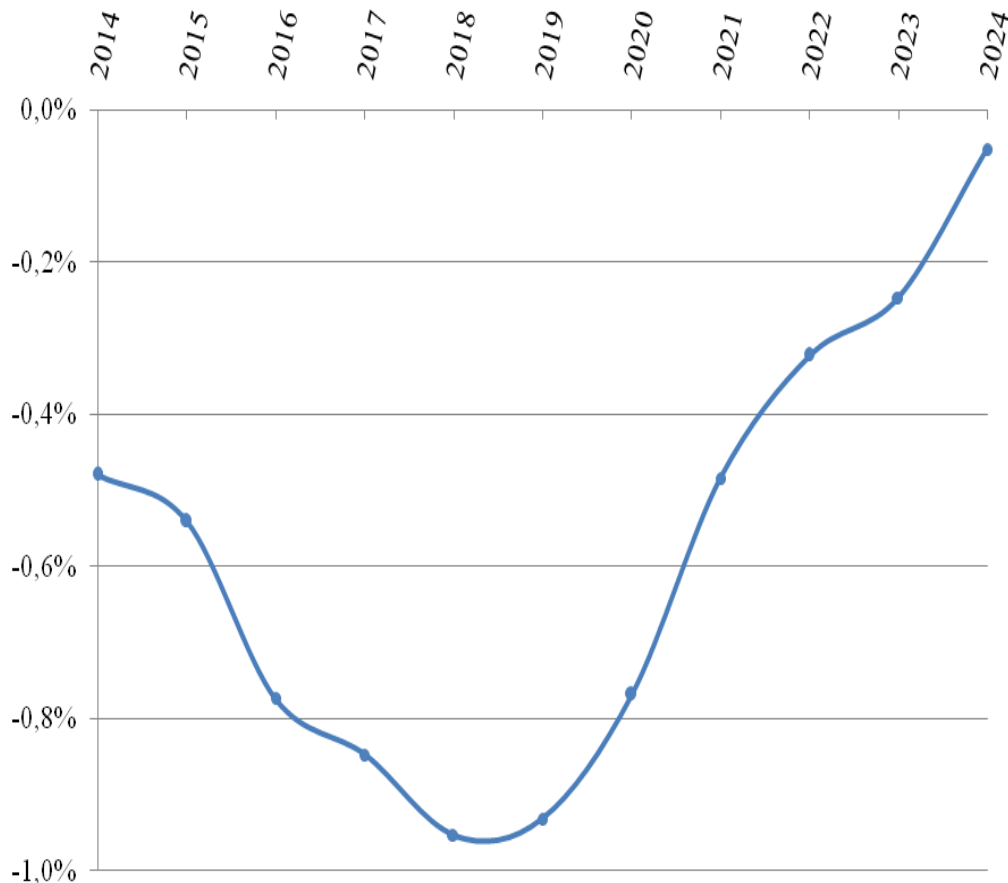
- ❖ η ύπαρξη συνθηκών μηδενικών επιτοκίων (zero lower bound) έχει μεγαλύτερες επιπτώσεις από αυτές που νομίζαμε,
- ❖ φαίνεται να υπάρχει μια μειωτική τάση στα πραγματικά επιτόκια, και
- ❖ οι συνθήκες απομόχλευσης και οι δημογραφικές τάσεις αναμένεται να εξασθενήσουν τη μελλοντική ζήτηση.

# Η πτώση των πραγματικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη



Πηγή: Teulings and Baldwin (2014).

# Eurozone Real Overnight Indexed Swap (OIS)



Είναι χαρακτηριστικό ότι οι αγορές τιμολογούν αρνητικά τα πραγματικά επιτόκια μέχρι το 2024 για την Ευρωζώνη ως αποτέλεσμα κυρίως των έντονων αποπληθωριστικών πιέσεων (τουλάχιστον στην Ευρωζώνη με αρκετή βεβαιότητα).

**Πηγή:** Reuters – Datastream.

**Σημείωση:** An overnight indexed swap (OIS) is an interest rate swap where the periodic floating rate of the swap is equal to the geometric average of an overnight rate (or overnight index rate) over every day of the payment period.



# Low Rates of Return

Pure returns on capital in the U.K. and France



**Source:** Piketty (2013 – Capital in the 21<sup>st</sup> Century – Harvard University Press).

# Γιατί τα επιτόκια έπεσαν;

Οι Teulings and Baldwin (2014) θεωρούν τους παρακάτω παράγοντες ως αίτια της πτώσης των επιτοκίων:

## ❖ Η προσφορά δανειακών κεφαλαίων

Μια αύξηση της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων θα μπορούσε να βοηθήσει την εξήγηση για την ύπαρξη χαμηλών πραγματικών επιτοκίων. Μια τέτοια αύξηση σχετίζεται στενά με τις δημογραφικές εξελίξεις, υποθέτοντας ότι τα άτομα αποταμιεύουν για να εξασφαλίσουν τη μελλοντική τους κατανάλωση.

## ❖ Η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων

Οι Blanchard, Furceri and Pescatori (2014 – “A Prolonged Period of Low Real Interest Rates? – in Teulings and Baldwin 2014) δίνουν μια μικρή έμφαση στην πλευρά της ζήτησης ενώ ο Glaeser (2014 – “Secular Joblessness – in Teulings and Baldwin 2014) κάνει κάποιες ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις σχετικά με τον αυξανόμενο ρόλο του τομέα της Πληροφορικής στην αύξηση της ζήτησης για επενδύσεις.

## ❖ Η σχετική ζήτηση για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία

Οι περισσότεροι υπολογισμοί πραγματικών επιτοκίων βασίζονται αποκλειστικά στις ονομαστικές αποδόσεις σε επενδύσεις σε ασφαλή στοιχεία όπως τα US Treasury bills. Οι τιμές των ομολόγων αυτών εξαρτάται από την προσφορά τους και από την προτίμηση των επενδυτών για τον κίνδυνο.

# Για ποιο λόγο παίζουν ρόλο τα χαμηλά επιτόκια;

Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στη συζήτηση για τις συνθήκες secular stagnation debate για δύο λόγους:

- ❖ Πρώτον, αν τα πραγματικά επιτόκια είναι χαμηλά υπό κανονικές συνθήκες, αντίθετες μακροοικονομικές διαταραχές είναι πιο πιθανό να απαιτούν αρνητικά πραγματικά επιτόκια για να αποκαταστήσουν μια ισορροπία μεταξύ πλήρους απασχόλησης και επενδύσεων-αποταμιεύσεων (σε περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού όπως το σημερινό, αυτή η κατάσταση τείνει να υπονομεύσει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής) .
- ❖ Δεύτερον, τα χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια υπονομεύουν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

# Για ποιο λόγο παίζουν ρόλο τα χαμηλά επιτόκια;

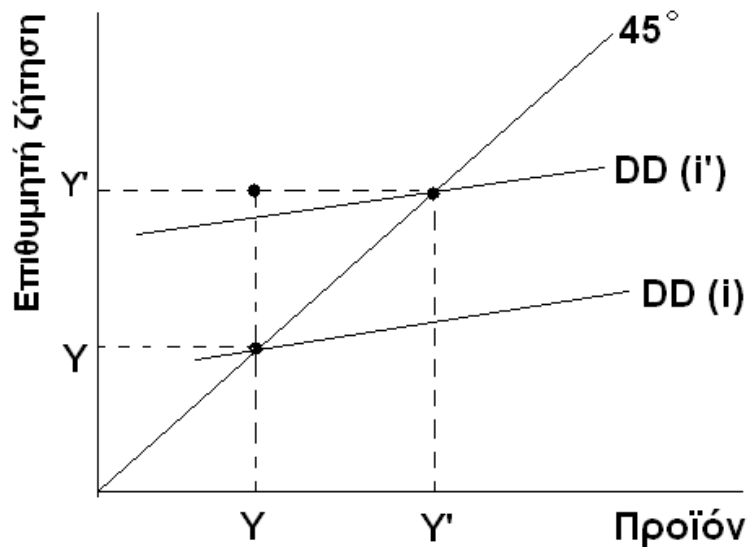
Ο Summers (2014 - “Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis – in Tuelings and Baldwin 2014) ορίζει τρία κανάλια μέσω των οποίων τα χαμηλά επιτόκια μπορεί να ενθαρρύνουν την αστάθεια:

- ❖ Αυξάνουν την ανάληψη κινδύνου καθώς οι επενδυτές μπορεί να αναζητούν επιπρόσθετες αποδόσεις.
- ❖ Προωθούν τον «ανεύθυνο» δανεισμό, καθώς οι υποχρεώσεις του δανεισμού γίνονται πολύ χαμηλές και εύκολο να ανταποκριθεί κάποιος σε αυτές, και
- ❖ Κάνουν τις χρηματοοικονομικές δομές Ponzi περισσότερο ελκυστικές καθώς τα επιτόκια φαίνονται χαμηλά σε σχέση με τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης.

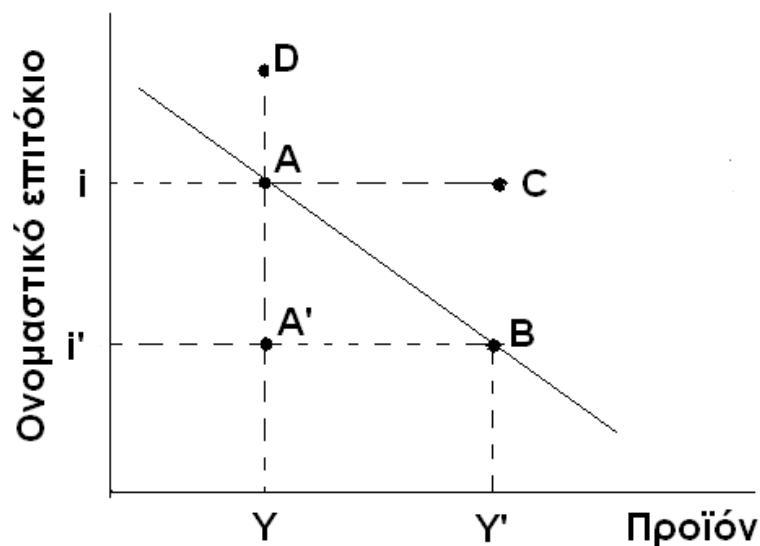
# The Theoretical Foundations in Macro Level

## Το Υπόδειγμα IS-LM

Διάγραμμα 1. Η εξαγωγή της καμπύλης IS



(α)



(β)

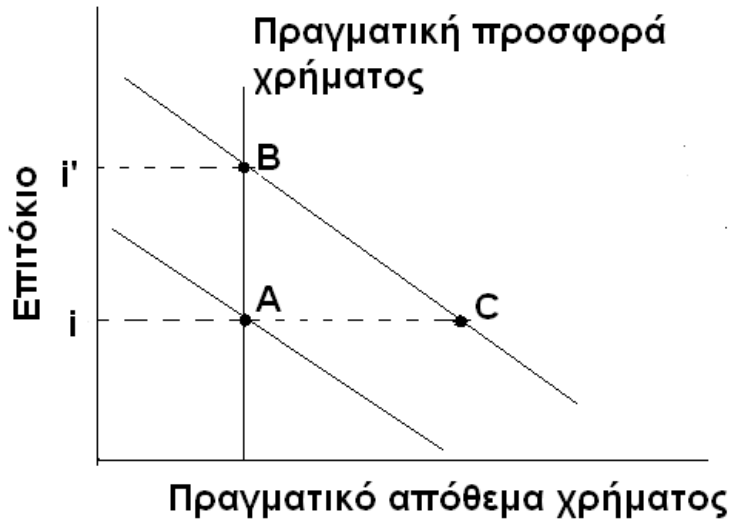
Η καμπύλη DD απεικονίζει την απόκλιση της επιθυμητής ζήτησης όταν το προϊόν μεταβάλλεται. Οι υπόλοιποι παράγοντες (επιτόκιο, συναλλαγματικές ισοτιμίες, κρατικές δαπάνες, φόροι, πλούτος ιδιωτικός, εξωτερική ζήτηση) είναι σταθεροί.

# Παράγοντες που επηρεάζουν την IS (μετακίνηση ολόκληρης της καμπύλης)

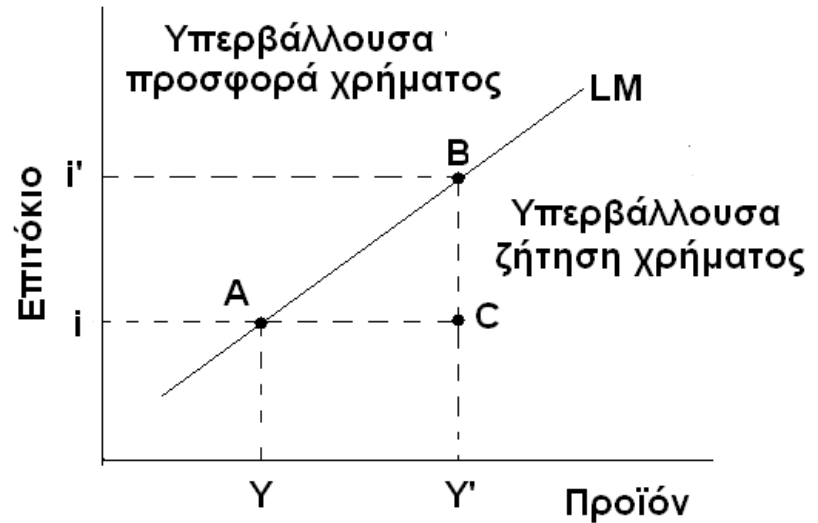
- δημοσιονομική πολιτική (δημόσιες δαπάνες, φόροι, κ.λπ.)
- προσδοκίες των επιχειρήσεων (animal spirits,  $\eta$  του Tobin)
- πλούτος νοικοκυριών (διακυμάνσεις σε περιουσιακά στοιχεία, μετοχές ομόλογα)
- Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών  $PCA = PCA(Y, Y^*, \sigma)$   
-, +, -

$\sigma$  = πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (επηρεάζει την ανταγωνιστικότητα).

## Διάγραμμα 2. Η εξαγωγή της καμπύλης LM



(α)



(β)

Η κεντρική τράπεζα έχει επιλέξει μια δεδομένη ποσότητα προσφοράς ονομαστικού χρήματος  $M^+$  και επειδή το επίπεδο των τιμών θεωρείται σταθερό άρα καθορίζει και την πραγματική προσφορά χρήματος ( $M^+/P$ ).

Η ζήτηση χρήματος μειώνεται καθώς αυξάνει το επιτόκιο (αρνητική κλίση καμπύλης –Διάγραμμα 2α). Η ισορροπία στην αγορά χρήματος επιτυγχάνεται εκεί όπου η προσφορά χρήματος ( $M^+/P$ ) ισούται με τη ζήτηση χρήματος ( $Y, i, c$ ).

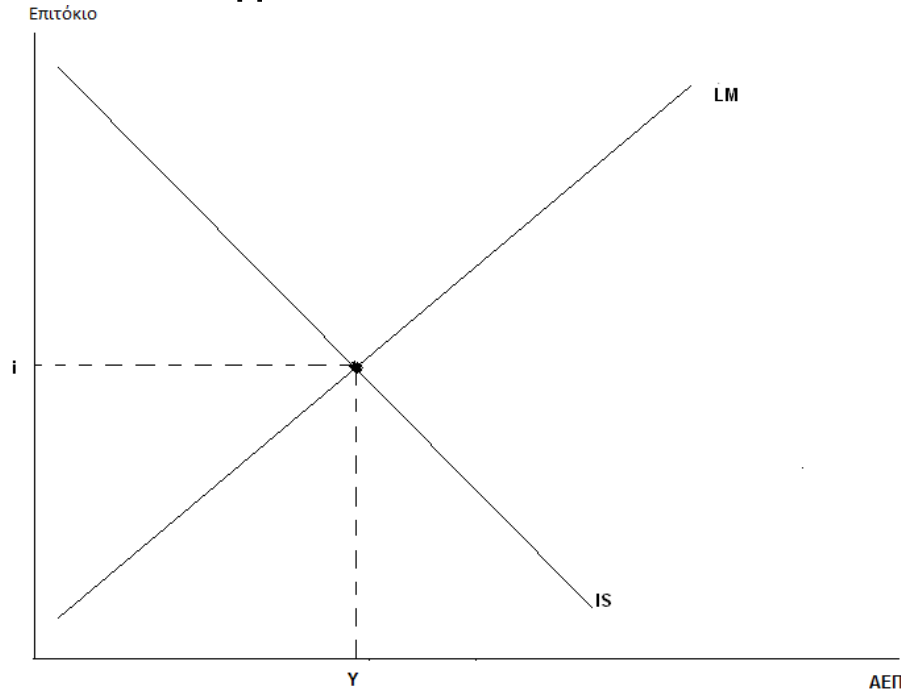
# Παράγοντες που επηρεάζουν την LM (μετακίνηση ολόκληρης της καμπύλης)

- πραγματική προσφορά χρήματος ( $M^+/P$ ), π.χ. αυξάνεται η ονομαστική προσφορά χρήματος και το επίπεδο των τιμών θεωρείται σταθερό, άρα αυξάνεται και η πραγματική προσφορά και η LM πάει δεξιά
- κόστος συναλλαγών ( $c$ )



**Καμπύλη IS:** αντιπροσωπεύει αγορά προϊόντων και υπηρεσιών  
**Καμπύλη LM:** αντιπροσωπεύει αγορά χρήματος

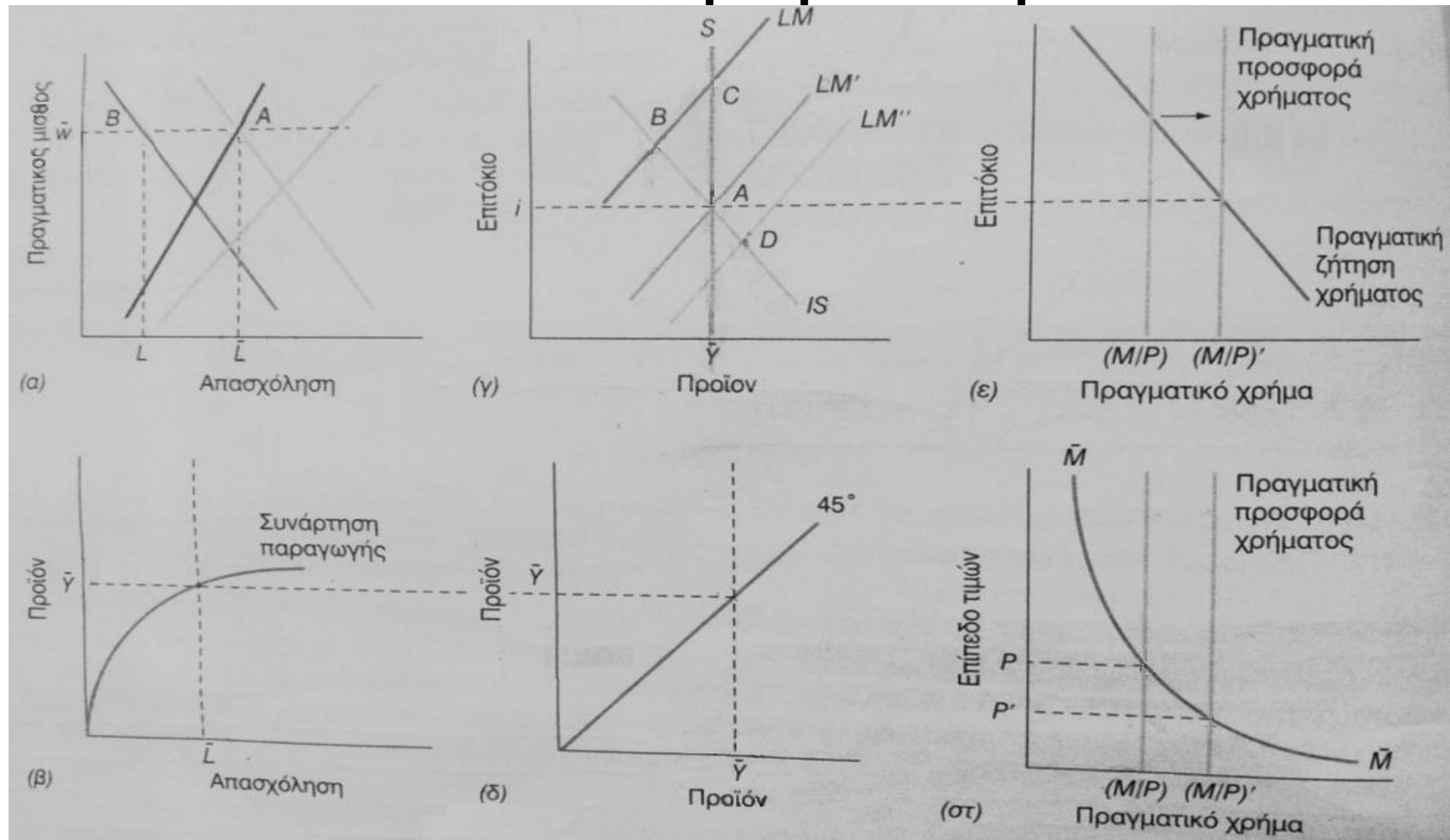
### Διάγραμμα 3. Το Υπόδειγμα IS – LM



Ισορροπία αγοράς προϊόντων - υπηρεσιών και αγοράς χρήματος όταν η IS τέμνεται με την LM. Ισχύει κάτω από συγκεκριμένες υποθέσεις: Εδώ σταματάει η Κεϋνσιανή προσέγγιση καθώς αναγνωρίζει ότι με το χρόνο οι τιμές μεταβάλλονται αλλά δεν ασχολείται με το ερώτημα αυτό. Η κλασική προσέγγιση που απορρίπτει την υπόθεση των άκαμπτων τιμών υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις δεν πρέπει να προσαρμόζουν την προσφορά στη ζήτηση. Θα το κάνουν μόνο ανά είναι απαραίτητο. Με βάση την κλασική προσέγγιση «επεμβαίνουν» οι τιμές.

# Γενική Ισορροπία Προϊόντος- Τιμών- Επιτοκίων και η Αγορά Εργασίας

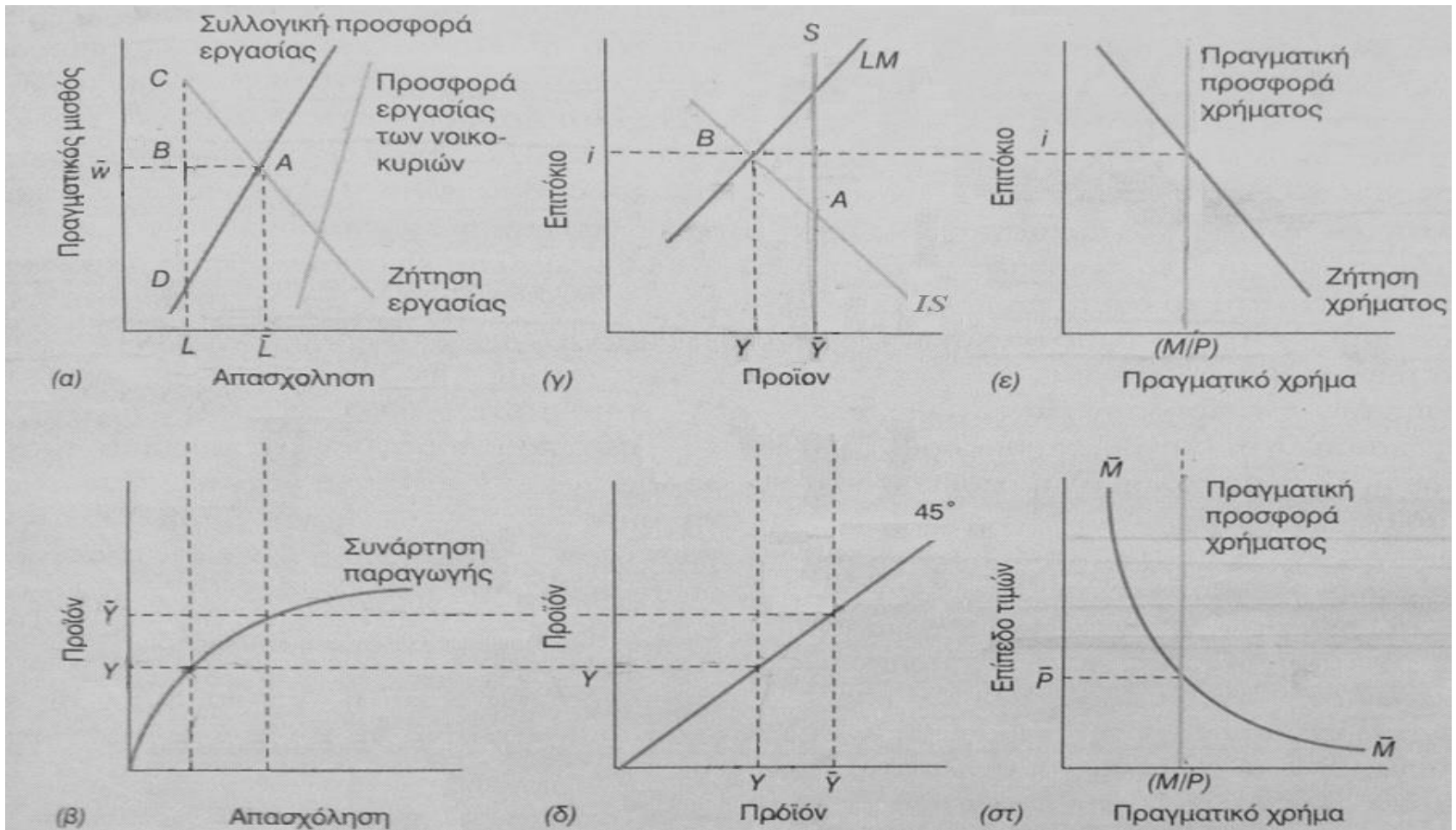
## Η Νεοκλασική Περίπτωση



Το επίπεδο τιμών είναι εύκαμπτο και το προϊόν παραμένει σταθερό (αγνοώντας τη μεγέθυνση). Βασίζεται στο μηχανισμό των τιμών για να προσαρμόσει την προσφορά στη ζήτηση.

# Γενική Ισορροπία Προϊόντος- Τιμών- Επιτοκίων και η Αγορά Εργασίας

## Η Κεϋνσιανή Περίπτωση

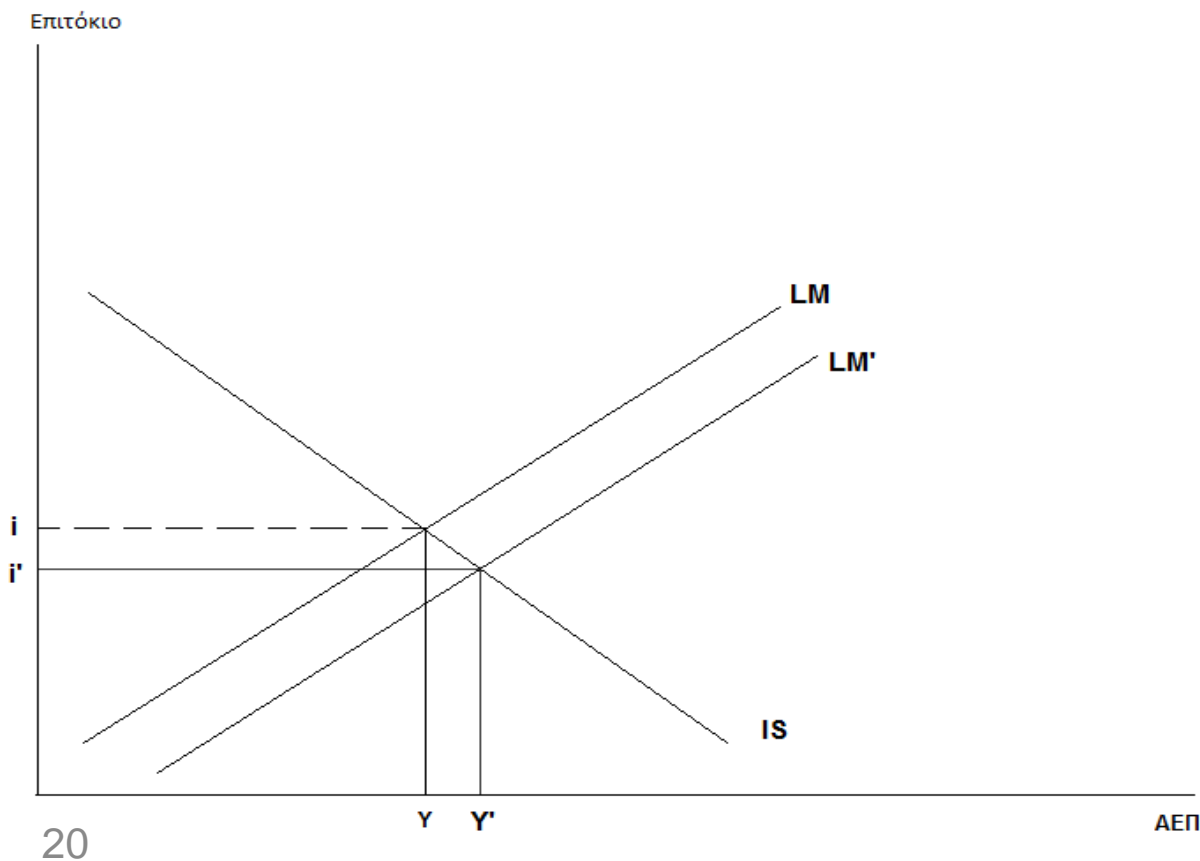


Η Κεϋνσιανή παραδοχή είναι αντίθετη με τη νεοκλασική άποψη. Αντί να υποθέτει ότι το επίπεδο τιμών είναι εύκαμπτο και το προϊόν παραμένει σταθερό (αγνοώντας τη μεγέθυνση) θεωρεί τις τιμές σταθερές και το προϊόν ΑΕΠ μεταβαλλόμενο. Έτσι δε βασίζεται στο μηχανισμό των τιμών για να προσαρμόσει την προσφορά στη ζήτηση, υποθέτει ότι το προϊόν προσαρμόζεται στη ζήτηση.

- Το υπόδειγμα του Keynes (Άκαμπτες τιμές) δεν εφαρμόζεται πλήρως διότι οι τιμές δεν είναι άκαμπτες.
- Το νεοκλασικό υπόδειγμα (Εύκαμπτες τιμές) δεν εφαρμόζεται πλήρως διότι δεν είχε προβλεφτεί ο αποπληθωρισμός.
  - ο Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 έχει δείξει σε μεγάλο βαθμό ότι οι συσταλτικές πολιτικές μειώνουν τον πληθωρισμό, οδηγώντας μάλιστα σε συνθήκες αποπληθωρισμού και συρρικνώνουν την οικονομική δραστηριότητα.

- Στόχος είναι η αύξηση της ζήτησης και κατ' επέκταση του προϊόντος ενώ βρισκόμαστε σε πολύ χαμηλά επιτόκια.
- Αν επέμβει η νομισματική πολιτική αυξάνοντας π.χ. την προσφορά χρήματος τότε η LM θα μετακινηθεί δεξιά και άρα: το προϊόν θα αυξηθεί αλλά το επιτόκιο θα μειωθεί περισσότερο γεγονός το οποίο δε γίνεται γιατί είναι ήδη χαμηλό (secular stagnation)!

## Διάγραμμα 6. Νομισματική πολιτική και παγίδα ρευστότητας



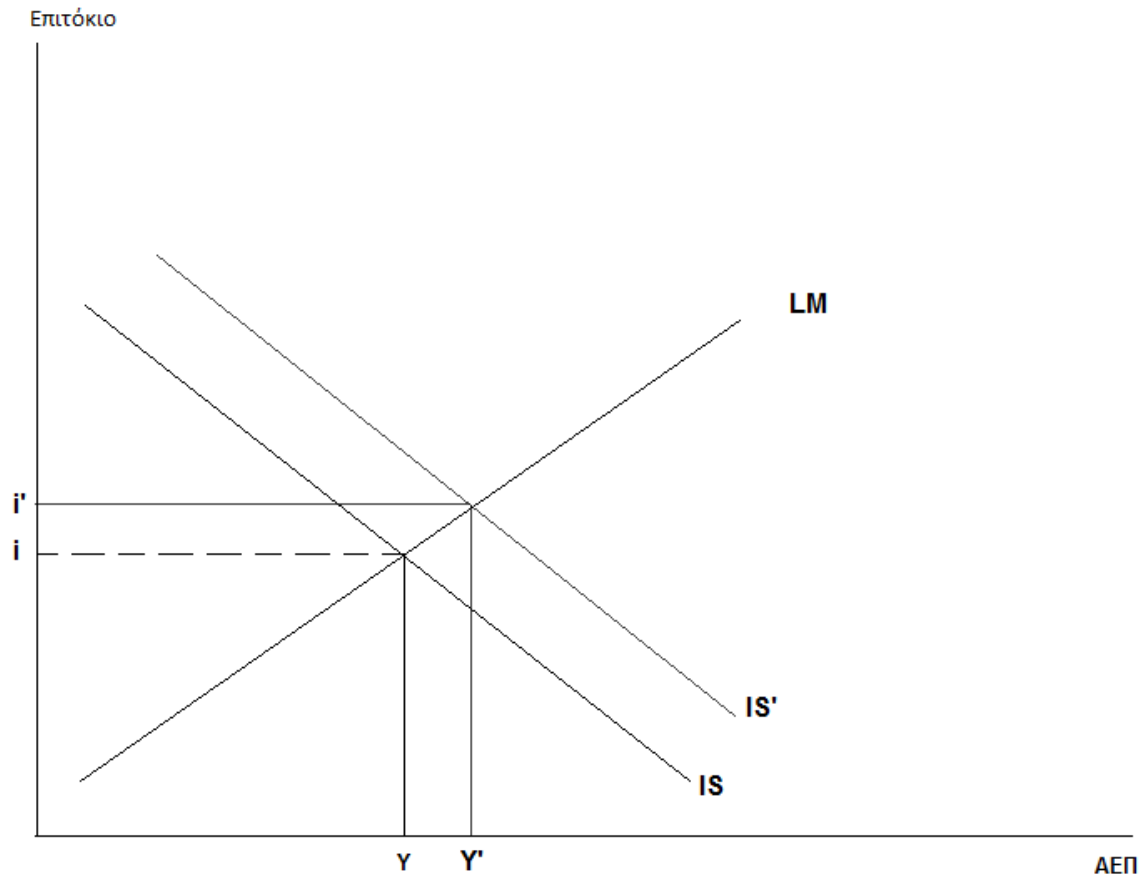
**Παγίδα ρευστότητας** αφού το ονομαστικό επιτόκιο βρίσκεται πολύ κοντά στο μηδέν, με συνέπεια να μην είναι δυνατή η τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας μέσω περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων από τις νομισματικές αρχές. Υπό συνθήκες χαμηλών επιτοκίων η νομισματική πολιτική χάνει ένα από τα βασικότερα εργαλεία εφαρμογής της, τη διαχείριση των επιτοκίων.

# Η ανεπάρκεια της νομισματικής πολιτικής

- Με την ύπαρξη των συνθηκών secular stagnation με τα πραγματικά επιτόκια να παραμένουν χαμηλά ή και αρνητικά για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα κλασικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής δε θα είναι επαρκή (Wolff 2014 – “Monetary Policy Cannot Solve Secular Stagnation Alone – in Tuelings and Baldwin 2014).
- Υπό συνθήκες secular stagnation *“It may be impossible for an economy to achieve full employment, satisfactory growth and financial stability simultaneously simply through the operation of conventional monetary policy”* (Summers 2014).
- Τα έκτακτα νομισματικά και δημοσιονομικά μέσα που είναι διαθέσιμα σήμερα μπορεί να μην είναι διαθέσιμα την επόμενη φορά (Tuelings and Baldwin 2014).
  - ❖ *“We may well need, in the years ahead, to think about how we manage an economy which the zero nominal interest rate is a chronic and systemic inhibitor of economic activity, holding our economies back below their potential”* (Summers 2014).
  - ❖ Ίσως αυτά να είναι καλά νέα για τη δημοσιονομική πολιτική και τη διαχείριση του χρέους (Blanchard et al. 2014).

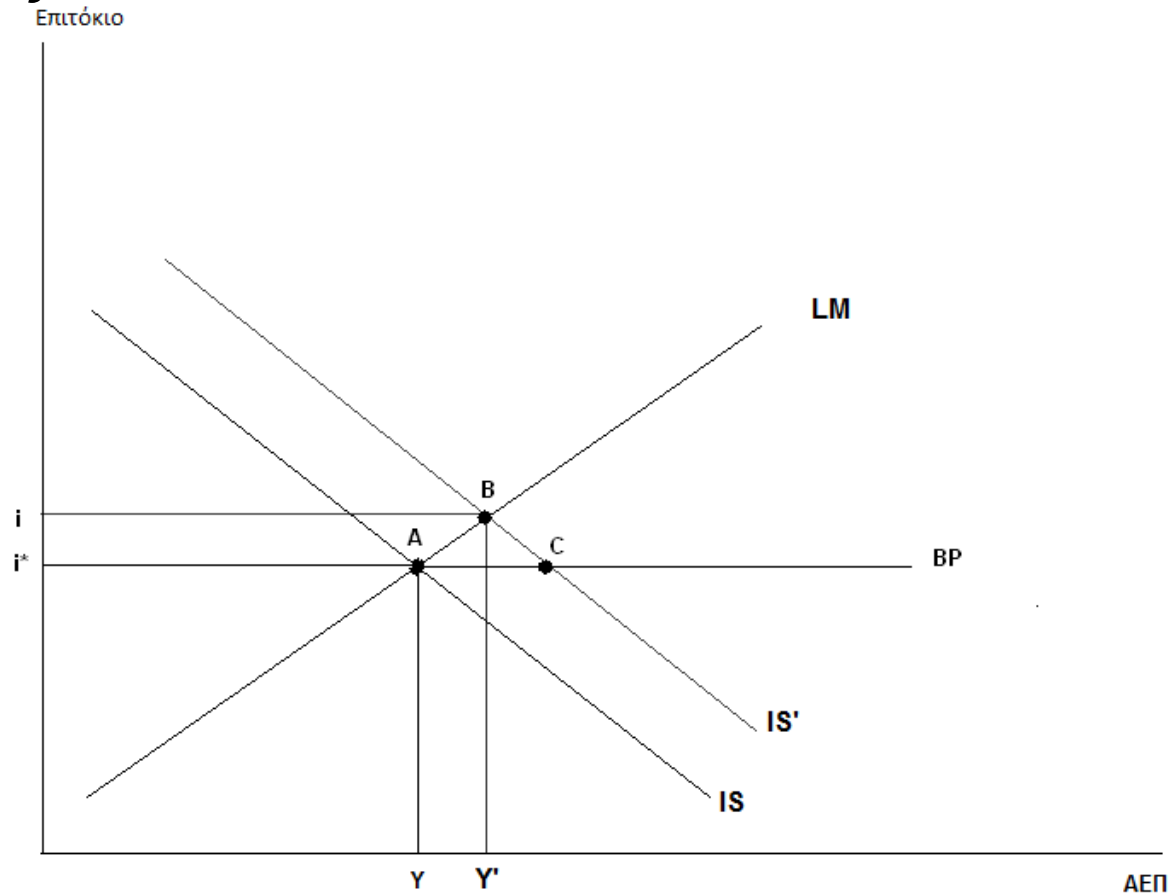
Αυτό που μπορεί να τονώσει την οικονομία, αυξάνοντας έτσι και τη ζήτηση, είναι η δημοσιονομική πολιτική. Τότε η IS θα μετακινηθεί δεξιά και το προϊόν αλλά και το επιτόκιο θα αυξηθούν.

### Διάγραμμα 7. Δημοσιονομική πολιτική και παγίδα ρευστότητας



Θεωρώντας την Ευρωζώνη ως μια οντότητα, υπό καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική αποτυγχάνει να αυξήσει το προϊόν.

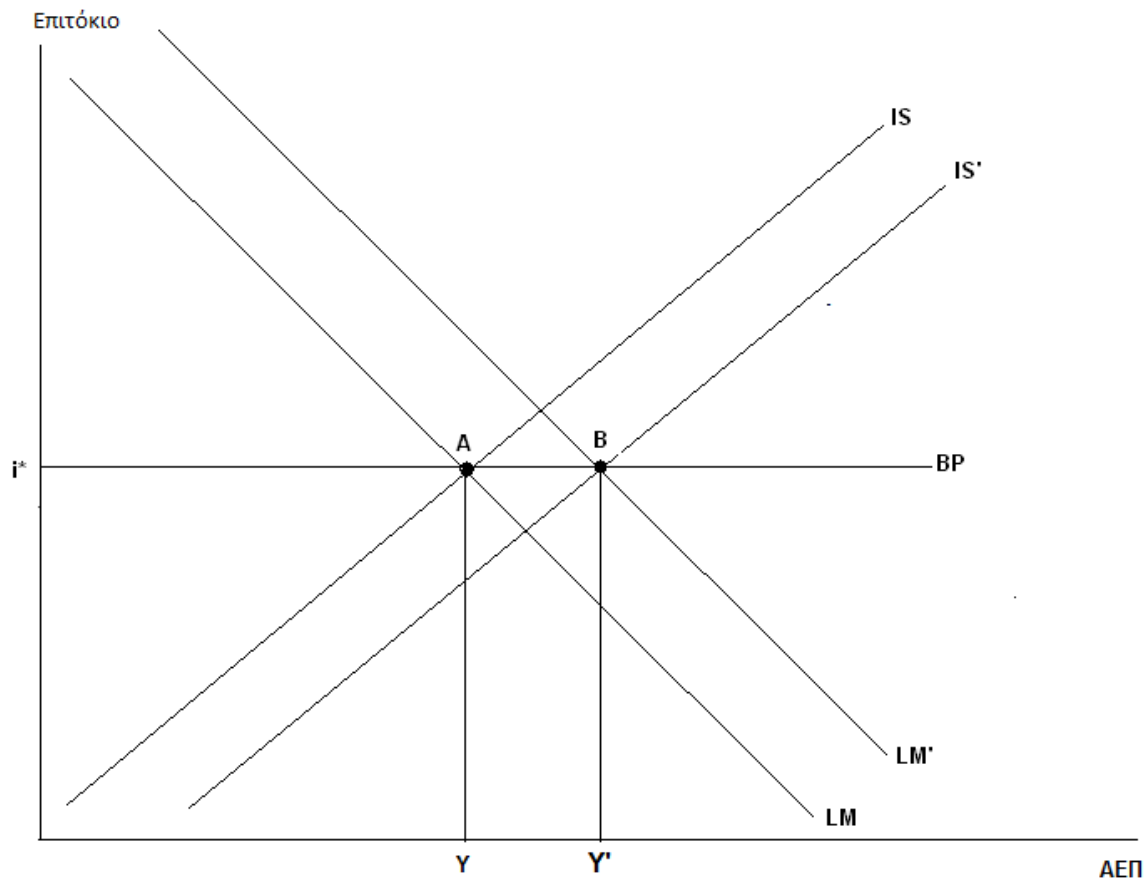
### Διάγραμμα 8. Δημοσιονομική πολιτική και κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες





Η λύση θεωρητικά είναι ένα μείγμα πολιτικής: επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική.

### Διάγραμμα 9. Μείγμα πολιτικής και κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες



# Οι επιπτώσεις της Secular Stagnation

- Σε περιόδους διαρκούς secular stagnation, ο αποπληθωρισμός και τα αρνητικά επιτόκια δημιουργούν αντικίνητρα για νέες επενδύσεις καθώς οι αποδόσεις είναι πολύ χαμηλές.
- Οι αποδόσεις αυτές είναι αρκετά μικρότερες από αυτές οι οποίες θα μπορούσαν να κινητοποιήσουν κεφάλαια για νέες επενδύσεις.
- Καθώς οι μακροχρόνιες επενδύσεις (υποδομές, εκπαίδευση, κ.λπ.) περιορίζονται, τίθεται σε κίνδυνο η διατήρηση μιας σταθερής μελλοντικής οικονομικής ανάπτυξης.
- Η απουσία επενδύσεων οδηγεί σε μείωση του εισοδήματος, σε περαιτέρω απουσία νέων επενδύσεων και εν τέλει σε εκροή αποταμιεύσεων δημιουργώντας συνθήκες μακροχρόνιας στασιμότητας.

# Η Secular Stagnation στην Ευρωζώνη

- Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα αφορά στη σχέση ΗΠΑ και Ευρωζώνης. *“Europeans should be much more afraid than Americans. The depressing effects of slower growth of productive potential will probably be felt more keenly in Europe”* (Crafts 2014 – “Secular Stagnation: US Hypochondria, European Disease – in Teulings and Baldwin 2014).
- Τα πολύ χαμηλά επιτόκια και οι συνθήκες αποπληθωρισμού που εμφανίζονται στην Ευρωζώνη δημιουργούν πρόσθετους προβληματισμούς αναφορικά με την αντιμετώπιση της κρίσης.
- Η διαμόρφωση του πληθωρισμού κάτω από τον προσδοκώμενο πληθωρισμό έχει ως συνέπεια την ανακατανομή του πλούτου από τους υπερχρεωμένους στους πιστωτές αυξάνοντας το βάρος των οφειλετών.
- Έτσι, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού υπονομεύει τη βιωσιμότητα του χρέους ιδίως στις χώρες της περιφέρειας.

# Η Secular Stagnation στην Ευρωζώνη

- Η πτώση του σημείου ισορροπίας των πραγματικών επιτοκίων την τελευταία δεκαετία εξηγεί:
  - ❖ την έλλειψη πιέσεων για αύξηση της ζήτησης πριν την κρίση, και
  - ❖ τους αναιμικούς ρυθμούς μεγέθυνσης μετά την κρίση.
- Στα χρόνια πριν την κρίση, το φθηνό χρήμα και η απορύθμιση των αγορών θα έπρεπε να ασκούσαν αυξητικές πιέσεις στη ζήτηση αυξάνοντας τον πληθωρισμό και δημιουργώντας φούσκες στην αγορά. Ωστόσο, η οικονομία απέτυχε να υπερθερμανθεί και υπήρξε σημαντική κάμψη.
- Στα χρόνια που ακολούθησαν μετά την κρίση, η ανάκαμψη θα έπρεπε να είναι αρκετά ισχυρή. Αντίθετα, ήταν αρκετά ασθενής. Η απασχόληση δεν αυξήθηκε ενώ το παραγωγικό κενό παραμένει να είναι υψηλό. Μια μεγάλη πτώση του σημείου ισορροπίας του επιτοκίου έχει ως συνέπεια να αντισταθμίσει οποιαδήποτε θετική επίδραση στη ζήτηση από την πολιτική χαμηλών επιτοκίων πριν από την κρίση.

# Πώς η έλλειψη ζήτησης θα μπορέσει να αντιμετωπιστεί ώστε να αυξηθεί ο πληθωρισμός;

- Η απάντηση θα μπορούσε να είναι να δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες υπερθέρμανσης της οικονομίας ώστε να αυξηθούν οι τιμές. Ωστόσο υπάρχει ο κίνδυνος κάποια στιγμή να σκάσουν οι φούσκες και να οδηγηθούμε πάλι σε ύφεση.
- Η χρησιμοποίηση της νομισματικής πολιτικής για να μειωθούν τα πραγματικά επιτόκια ενέχουν τον κίνδυνο να δημιουργήσουν στρεβλώσεις στην οικονομία.
- Ανάγκη εύρεσης ενδεδειγμένων πολιτικών σήμερα:
  - ❖ Οι διαρθρωτικές μεταβολές,
  - ❖ Η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, και
  - ❖ Η ανάπτυξη ενός διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Με επιτόκια ήδη κοντά στο μηδέν η οικονομία γίνεται ακόμα πιο αδύναμη να αντιδράσει. Η νομισματική πολιτική έχει ασθενή επίδραση και οριακή επίδραση μέσω μιας ενδεχόμενης ποσοτικής χαλάρωσης.

# Πώς η έλλειψη ζήτησης θα μπορέσει να αντιμετωπιστεί ώστε να αυξηθεί ο πληθωρισμός;

- Μια εναλλακτική προσέγγιση για την αντιμετώπιση του αποπληθωρισμού στην Ευρωζώνη θα ήταν να προχωρούσε η ΕΚΤ στην αγορά χαρτοφυλακίων με εταιρικά ομόλογα.
  - ❖ Με αυτό τον τρόπο θα μπορούσε να μειώσει το κόστος δανεισμού των μεγάλων εταιριών.
- Ωστόσο, το πρόβλημα πίστωσης των μικρών εταιριών της περιφέρειας θα εξακολουθούσε να υφίσταται.
- Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θα πρέπει να συνοδεύεται από αναδιάρθρωση των ισολογισμών των Ευρωπαϊκών τραπεζών ώστε να δημιουργηθεί ένα υγιές τραπεζικό σύστημα το οποίο θα μπορεί να διοχετεύσει ρευστότητα στην πραγματική οικονομία και θα δίνει παράλληλα τα κίνητρα στις επιχειρήσεις για νέες επενδύσεις.

# Πώς η έλλειψη ζήτησης θα μπορέσει να αντιμετωπιστεί ώστε να αυξηθεί ο πληθωρισμός;

Ο Wolff (2014 – “Monetary Policy Cannot Solve Secular Stagnation Alone – in Teulings and Baldwin 2014) προτείνει τρία κεντρικά μέτρα πολιτικής προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι συνθήκες secular stagnation στην Ευρωζώνη.

- **First, policies need to be designed to address the demand shortage.**

Combination of more fiscal measures in countries with strong fiscal positions and a build-up of a eurozone fiscal capacity, together with more aggressive monetary policy.

- **Second, bold measures are needed to address the substantial unit labor cost divergence and substantial debt overhang.**

Bold structural reforms to address the unit labor cost problem in the deficit countries. In the surplus countries, reforms that open up professions and lead to the creation of new industries are paramount in order to achieve adjustment. Introduction of minimum wages is a riskier policy measure, but the public sector and its wage-setting can be part of the answer to support rebalancing. To deal with the high private debt levels, restructuring and reorganization in the banking system.

- **Third, the remaining banking sector problems need to be addressed.**

It would be useful to reconsider the balance between active management of the balance sheet of the ECB through unconventional measures and the policies directly aimed at supporting liquidity in the banking system.

# Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis' - Laurence H Summers (in Teulings and Baldwin 2014)

*The Great Recession has cast doubt on the idea that, with or without policy intervention, the workings of the market will eventually eliminate output gaps. Summers explains why a decline in the full-employment real interest rate (FERIR) coupled with low inflation could indefinitely prevent the attainment of full employment. A variety of factors suggest that the FERIR has declined substantially over the last several decades in the industrial world. Summers concludes by discussing the relationship between secular stagnation and hysteresis, global aspects, and policy implications.*



# Secular stagnation: A review of the issues - Barry Eichengreen (in Teulings and Baldwin 2014)

*Pessimists have been predicting slowing rates of invention and innovation for centuries, and they have been consistently wrong. Eichengreen argues that if the US does experience secular stagnation over the next decade or two, it will be self-inflicted. The US must address its infrastructure, education, and training needs. Moreover, it must support aggregate demand to repair the damage caused by the Great Recession and bring the long-term unemployed back into the labour market.*

# The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds - Robert J Gordon (in Teulings and Baldwin 2014)

*US real GDP has grown at a turtle-like pace of only 2.1% per year in the last four years, despite a rapid decline in the unemployment rate from 10% to 6%. Gordon argues that US economic growth will continue to be slow for the next 25 to 40 years – not because of a slowdown in technological growth, but rather because of four ‘headwinds’:*

- ❖ Demography: The population is stagnant, life expectancy is increasing rapidly.*
- ❖ Education: The mass education revolution is complete, no further increase in the average US education level is to be expected.*
- ❖ Inequality: The raising share of the top 10% of the income distribution has deprived the middle class of income growth since 1980.*
- ❖ Public debt: The gloomy outlook for public debt makes current public services unsustainable.*

# Four observations on secular stagnation - Paul Krugman (in Teulings and Baldwin 2014)

*Larry Summers' speech at the IMF's 2013 Annual Research Conference raised the spectre of secular stagnation. Krugman outlines three reasons to take this possibility seriously: recent experience suggests the zero lower bound matters more than previously thought; there had been a secular decline in real interest rates even before the Global Crisis; and deleveraging and demographic trends will weaken future demand. Since even unconventional policies may struggle to deal with secular stagnation, a major rethinking of macroeconomic policy is required.*

# Secular joblessness - Edward L Glaeser (in Teulings and Baldwin 2014)

*The wonders of the internet age cast doubt on the idea that technological progress is stagnating. Worryingly, however, some fraction of US job losses has become permanent after almost every recession since 1970. Glaeser argues that persistent joblessness is unlikely to be a purely macroeconomic phenomenon. Although the US welfare system remains less generous than many European ones, it has become substantially more generous over time. Alongside targeted investments in education and training, radical structural reforms to America's safety net are needed to ensure it does less to discourage employment.*

# Secular stagnation? Not in your life – Joel Mokyr (in Teulings and Baldwin 2014)

*In the aftermath of the Great Recession, many economists are persuaded that slow growth is here to stay. He argues that technological progress – particularly in areas such as computing, materials, and genetic engineering – will prove the pessimists wrong. The indirect effects of science on productivity through the tools it provides scientific research may dwarf the direct effects in the long run. Although technological advances may polarise labour markets, they also bring widespread benefits that are not accurately reflected in aggregate statistics.*

# Secular stagnation: US hypochondria, European disease? - Nicholas Crafts (in Teulings and Baldwin 2014)

*After the Great Depression, secular stagnation turned out to be a figment of economists' imaginations. He argues that it is still too soon to tell if this will also be the case after the Great Recession. However, the risks of secular stagnation are much greater in depressed Eurozone economies than in the US, due to less favourable demographics, lower productivity growth, the burden of fiscal consolidation, and the ECB's strict focus on low inflation.*

# **A prolonged period of low real interest rates? - Olivier Blanchard, Davide Furceri and Andrea Pescatori (in Teulings and Baldwin 2014)**

*From a peak of about 5% in 1986, the world real interest rate fell to about 2% before the Global Crisis, and to approximately 0% in 2012. The authors discuss the major factors behind this decline both before and during the Crisis, and argue that most of them are still relevant. Indeed, the legacies of the Crisis may imply an even lower natural rate in future. This would be bad news for monetary policy, but good news for fiscal policy and debt overhang.*

# On the role of safe asset shortages in secular stagnation - Ricardo J Caballero and Emmanuel Farhi (in Teulings and Baldwin 2014)

*The secular decline in real interest rates over the last two decades indicates a growing shortage of safe assets – a shortage that became acute during the Global Crisis. Given the still-depressed levels of real rates and the sluggish investment recovery, the authors conjecture that the shortage of safe assets will remain a structural drag on the economy, undermining financial stability and straining monetary policy during contractions. Under these conditions, an additional important aspect of public infrastructure investment is the government's ability to issue safe debt against such projects.*



# A model of secular stagnation - Gauti B. Eggertsson and Neil Mehrotra (in Teulings and Baldwin 2014)

*Japan's two-decade-long malaise and the Great Recession have renewed interest in the secular stagnation hypothesis, but until recently this theory has not been explicitly formalised. The authors explain the core logic of a new model that does just that. In the model, an increase in inequality, a slowdown in population growth, and a tightening of borrowing limits all reduce the equilibrium real interest rate. Unlike in other recent models, a period of deleveraging puts even more downward pressure on the real interest rate so that it becomes permanently negative.*

# Balance sheet recession is the reason for secular stagnation - Richard C Koo (in Teulings and Baldwin 2014)

*The Great Recession is often compared to Japan's stagnation since 1990 and the Great Depression of the 1930s. Koo argues that the key feature of these episodes is the bursting of a debt-financed asset bubble, and that such 'balance sheet recessions' take a long time to recover from. There is no need to suffer secular stagnation if the government offsets private sector deleveraging with fiscal stimulus. However, until the general public understands the fallacy of composition, democracies will struggle to implement such policies during balance sheet recessions.*

# Monetary policy cannot solve secular stagnation alone - Guntram B Wolff (in Teulings and Baldwin 2014)

*The persistence of low Eurozone inflation undermines private and public debt sustainability – especially in the periphery where the overhang is greatest. However, since bubbles and unsustainable borrowing supported demand before the Global Crisis, Wolff argues that higher inflation cannot be a permanent cure for secular stagnation. Instead, a targeted quantitative easing programme and increased public investment would help rebalance Eurozone demand. At the global level, population growth in Asia and Africa will provide ample investment opportunities if they can be fully integrated into the world economy.*

# Secular stagnation: A view from the Eurozone - Juan F. Jimeno, Frank Smets and Jonathan Yiangou (in Teulings and Baldwin 2014)

*In the Eurozone, rising dependency ratios, tougher financial regulation, debt overhang, and poor productivity growth are exerting downward pressure on equilibrium real interest rates. A key question is whether these trends are truly 'secular', or whether policy can improve matters. The authors argue that there is significant scope to increase the efficiency of financial intermediation in the Eurozone, and that the potential for structural reforms remains much greater than in other advanced economies. Reforms that could help avoid secular stagnation in the long run would also boost demand today.*

# **The Implications for Micro Level**

# Implications for Micro Level

- Από τη δεκαετία του 1950 και έπειτα, η ευρεία άσκηση νομισματικής πολιτικής έχει οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση της ποσότητας χρήματος σε παγκόσμιο επίπεδο.
- Η αύξηση της κυκλοφορίας χρήματος έχει οδηγήσει σε μείωση των επιτοκίων κάτι που με τη σειρά του οδηγεί σε μειωμένα κίνητρα για επενδύσεις. Οι χαμηλές αποδόσεις οδηγούν με τη σειρά τους σε χαμηλές αποδόσεις σε παγκόσμιο επίπεδο, ενώ επίσης τροφοδοτούν τις χρηματοπιστωτικές «φούσκες».
- Τα πολύ χαμηλά επιτόκια προκαλούν σημαντικές στρεβλώσεις και -για πολλούς- ανεπανόρθωτες δυσλειτουργίες. Επιπλέον, δημιουργούν διλήμματα στους επενδυτές σχετικά με το εάν θα πρέπει να αποδεχτούν τις χαμηλές αποδόσεις ώστε να προστατεύσουν το κεφάλαιό τους ή εάν θα πρέπει να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο ώστε να προσπαθήσουν να αποκομίσουν μεγαλύτερες αποδόσεις.
- Τα χαμηλά επιτόκια και άρα οι χαμηλές αποδόσεις αλλά και τα αυξημένα επίπεδα αβεβαιότητας τροφοδοτούνται επίσης από τις συνθήκες secular stagnation.

- Η έννοια της αβεβαιότητας και της μεταβλητότητας καθιστούν τον επιχειρηματικό προγραμματισμό δύσκολο. Η δημιουργία μονοδιάστατων προβολών του μέλλοντος είναι καταδικασμένη σε αστοχία.
- Τις περισσότερες φορές τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις έχοντας επηρεαστεί έντονα από το πρόσφατο παρελθόν. Ωστόσο, σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον, το πρόσφατο παρελθόν δεν μπορεί να αποτελεί ασφαλή οδηγό για το μέλλον.
- Το μέλλον της επιχειρηματικότητας είναι άμεσα συνδεδεμένο με την προσπάθεια περιορισμού της αβεβαιότητας και της δημιουργίας καλύτερων συνθηκών που θα επιτρέψουν στις επιχειρήσεις να χαράξουν στρατηγικές ικανές να τις οδηγήσουν στη λήψη περισσότερο αποτελεσματικών πολιτικών
- Ο συνδυασμός των αναπόφευκτων τάσεων δημιουργεί τις συνθήκες της επιχειρηματικότητας του μέλλοντος. Οι συνθήκες αυτές είναι πλέον πολύ πιθανόν ότι θα χαρακτηρίζονται από χαμηλές ονομαστικές αποδόσεις, υψηλή αβεβαιότητα και υψηλή μεταβλητότητα της αβεβαιότητας. Υπό την επίδραση αυτών των δυνάμεων αναμένεται να διαμορφωθούν οι μελλοντικές συνθήκες για την ανάληψη επιχειρηματικής πρωτοβουλίας.

- Οι συνθήκες secular stagnation που είναι πιθανό να επικρατήσουν, φαίνεται να λειτουργούν αποτρεπτικά στη δημιουργία κινήτρων για νέες επενδύσεις συμβάλλοντας στην απαρχαίωση του υφιστάμενου κεφαλαίου και δημιουργώντας κατά συνέπεια ένα growth lag. Τα περιστατικά αβεβαιότητας μειώνουν τη ζήτηση και άρα μειώνουν τα έσοδα με αποτέλεσμα να δυσχεραίνεται η αξιολόγηση.
- Η αποτελεσματικότητα και η αξιοπιστία των παραδοσιακών μεθόδων αξιολόγησης περιορίζεται όσο αυξάνει το επίπεδο αβεβαιότητας.
- Η ύπαρξη υψηλής αβεβαιότητας αφενός μεν δημιουργεί αντικίνητρα για την ανάληψη επιχειρηματικής πρωτοβουλίας, αφετέρου καθιστά την υλοποίηση των business plans εξαιρετικά δύσκολη υπόθεση.



