

ARTYKUŁY

*Krzysztof Marczewski**

HIPOTEZA O STAGNACJI SEKULARNEJ

(Artykuł nadesłany: 19.09.2018; Zaakceptowany: 02.10.2018)

STRESZCZENIE

Hipoteza o wystąpieniu sekularnej stagnacji w gospodarkach krajów wysoko rozwiniętych (i idące za nią modelowe objaśnienie jej przyczyn) jest jedną z najbardziej interesujących koncepcji teoretycznych, które pojawiły się w ostatnich latach w reakcji na światowy kryzys gospodarczy. Koncepcja ta jest próbą interpretacji równoległego przejawiania się dwu długookresowych tendencji: spadku realnych stóp procentowych oraz spowolnienia tempa wzrostu PKB. W artykule przedstawiono dwa główne podejścia do teoretycznego uzasadnienia występowania tej tendencji – popytowe i podażowe. To rozróżnienie jest ważne, gdyż z każdego z nich mogą wynikać inne zalecenia co do kształtu polityki gospodarczej przeciwdziałającej temu zjawisku. Podjęto także próbę spojrzenia – w kontekście hipotezy o sekularnej stagnacji – na sytuację gospodarki polskiej.

Słowa kluczowe: stagnacja sekularna, naturalna realna stopa procentowa, czynniki wzrostu gospodarczego.

Klasyfikacja JEL: E21, E22, E24, E43

UWAGI WSTĘPNE

Hipoteza o wystąpieniu sekularnej stagnacji w gospodarkach krajów wysoko rozwiniętych (i związane z nią modelowe objaśnienie jej przyczyn) jest jedną z najbardziej interesujących koncepcji teoretycznych, które pojawiły się w ostatnich latach w reakcji na światowy kryzys gospodarczy. Koncepcja ta jest próbą inter-

* Katedra Ekonomii Stosowanej SGH; e-mail: krzysztof.marczewski@sgh.waw.pl

pretacji równoległego przejawiania się dwu długookresowych tendencji: spadku realnych stóp procentowych oraz spowolnienia tempa wzrostu PKB.

Łącznikiem dla obu tych tendencji jest naturalna realna stopa procentowa, a więc realna stopa procentowa długookresowej równowagi w gospodarce. Od strony popytowej zależy ona przede wszystkim od czynników determinujących decyzje: gospodarstw domowych o podziale dochodów na konsumpcję i oszczędności, przedsiębiorstw o rozmiarach inwestycji oraz rządów o poziomie wydatków budżetowych. Po stronie podażowej głównymi determinantami są zasoby pracy i kapitału oraz całkowita produktywność czynników wytwórczych (TFP)¹.

Utrzymywanie się tej stopy na niskim poziomie stwarza poważny problem dla polityki gospodarczej w warunkach występowania bariery zerowej nominalnej stopy procentowej (ZLB). Przy danej niskiej stopie inflacji² dotarcie z bieżącą stopą procentową do poziomu stopy procentowej długookresowej równowagi może bowiem, przy występowaniu ZLB, okazać się niemożliwe i prowadzić do sytuacji stagnacyjnej.

Celem artykułu jest przedstawienie podstaw teoretycznych koncepcji sekularnej stagnacji. Po wprowadzeniu, odnoszącym się do genezy koncepcji, w kolejnych punktach są analizowane występujące w literaturze modele reprezentujące dwa podstawowe ujęcia zagadnienia: popytowe i podażowe. W odniesieniu do pierwszego z nich są omawiane także postulowane sposoby działań polityki gospodarczej, zapobiegających stagnacji. W dalszej kolejności zostały przedstawione reakcje na hipotezę o sekularnej stagnacji formułowane w literaturze krajowej oraz spojrzenie w kontekście omawianej koncepcji na sytuację gospodarki polskiej. W ostatnim punkcie zawarte są główne wnioski.

1. GENEZA I PRZESŁANKI ODRODZENIA KONCEPCJI

Hipotezę o sekularnej stagnacji jako pierwszy sformułował w 1938 r. Alvin Hansen, ówczesny prezydent American Economic Association³. W tym czasie, mimo zakończenia Wielkiej Depresji z lat 1929–1933, produkcja światowa nadal znajdowała się poniżej poziomu przedkryzysowego. Hansen zasugerował, że Wielka Depresja może być początkiem nowej ery trwałej stagnacji i bezrobocia, którym nie będą w stanie przeciwdziałać żadne naturalne siły prowadzące do pełnego wykorzystania czynników produkcji. Jego zdaniem do najważniejszych przyczyn pojawienia się sekularnej stagnacji należały spadek tempa przyrostu naturalnego oraz implikowana przez niego nadwyżkowa podaź oszczędności względem inwestycji, wspólnie ograniczające wzrost globalnego popytu w gospodarce światowej. Do bodźców osłabiających skłonność do inwestowania zaliczył m.in. wyczerpywanie się możliwości ekspansji terytorialnej gospodarki rynkowej, ograniczone

¹ W tzw. modelach nowokeynesowskich naturalna realna stopa procentowa jest stopą, przy której zanika luka produktowa; por. Williamson (2018, s. 532).

² Bo i ona wykazuje w krajach wysoko rozwiniętych w ostatnich dekadach spadkową tendencję.

³ Hansen przedstawił ją *in extenso* w artykule pt. *Economic Progress and Declining Population Growth* ("American Economic Review", 1939, Vol. 29, No. 1).

szanse występowania wielkich przełomowych innowacji wymuszających inwestycje, wzrost innowacji kapitałooszczędnych oraz postępujące procesy monopolizacji⁴.

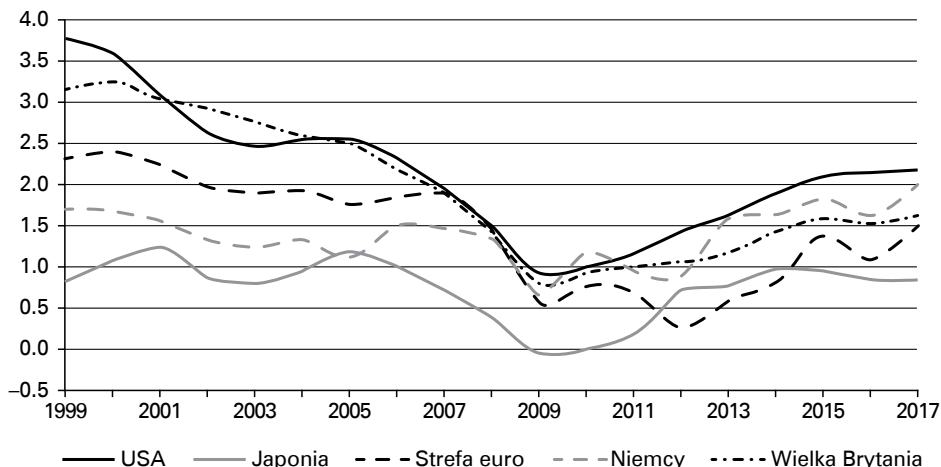
Rychły wybuch II wojny światowej i skokowy wzrost wydatków publicznych w krajach rozwiniętych oraz powojenny powszechny boom demograficzny zdjęły jednak szybko i definitywnie z porządku dnia obawy o niewystarczający popyt. W ślad za tym także idea sekularnej stagnacji poszła w zapomnienie.

Światowy kryzys gospodarczy i finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. i ciągnący się przez kilka kolejnych lat okres nikłego wzrostu, skłonił wielu ekonomistów do powrotu do idei sekularnej stagnacji jako przyczyny takiego rozwoju sytuacji. Oprócz hansenowskich czynników demograficznych dołączano do tej diagnozy: niski poziom nominalnych stóp procentowych (bliski zeru), niski poziom inflacji, silny napływ kapitału z krajów rozwijających się (zwłaszcza z Chin), a także wymowny przykład gospodarki japońskiej od ponad 20 lat bezskutecznie borykającej się z niskim wzrostem.

Idea sekularnej stagnacji znalazła się znów na agendzie za sprawą Lawrence'a Summersa (2013), który na XIV Forum Ekonomicznym Międzynarodowego Funduszu Walutowego w listopadzie 2013 r. zasugerował, że okres spowolnionego wzrostu mógł się rozpocząć jeszcze przed kryzysem 2007+, a spowolnienie to było tylko maskowane przez sztucznie wykreowany boom mieszkaniowy w USA i innych krajach rozwiniętych.

Obawami szczególnie napawał spadek tempa wzrostu potencjalnego PKB notowany w pierwszej połowie bieżącej dekady. Rysunek 1 ilustruje ten proces

Rysunek 1. Tempo wzrostu potencjalnego PKB (stopy roczne w %)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy Ameco; dla Japonii – dane Bank of Japan.

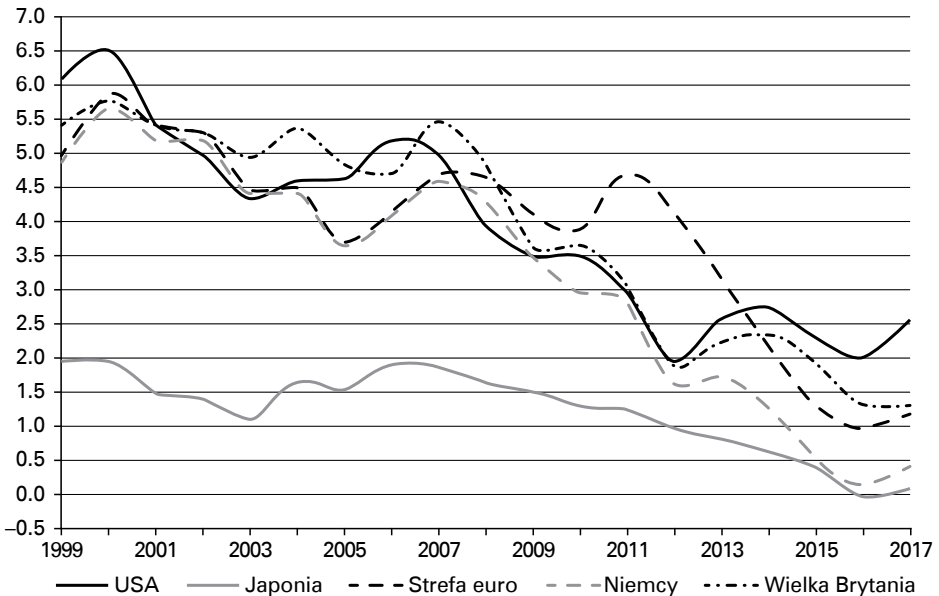
⁴ Historycy myśli ekonomicznej znajdują pokrewieństwo koncepcji Hansena z teorią stanu stacjonarnego D. Ricarda i keynesowską ideą niedoboru popytu inwestycyjnego w stosunku do oszczędności (por. Bartkowiak, 2003, s. 216-218).

Tablica 1. Skala uderzenia kryzysu 2007+ w potencjalny PKB w wybranych krajach (według stanu na koniec 2014 r.)

Kraje	Uderzenie kryzysu (w % potencjalnego PKB)	Skumulowana luka produktowa w latach 2009–2014 (w % potencjalnego PKB)	Parametr histerezy ^a
Strefa euro	-6,3	-20,9	0,30
– Francja	1,1	-12,8	–
– Niemcy	3,9	-6,9	–
– Grecja	-22,7	-48,1	0,47
– Włochy	-4,1	-24,3	0,17
– Hiszpania	-8,0	-18,4	0,43
Japonia	0,9	-7,5	–
Wielka Brytania	-8,8	-14,2	0,62
USA	-2,5	-23,3	0,11

^a Parametr histerezy relacjonuje rozmiary uderzenia kryzysu w potencjalny PKB (kolumna 1) do rozmiarów skumulowanej luki produktowej z lat 2009–2014 (kolumna 2). Nie jest liczony dla krajów, gdzie negatywne uderzenie kryzysu nie zostało odnotowane. Źródło: Rawdanowicz i in. (2014, s. 9).

Rysunek 2. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (w %)



Źródło: Eurostat.

w odniesieniu do kilku głównych gospodarek. Jak widać, apogeum tej tendencji wystąpiło w latach 2009–2012. Ten spadek wiązano przede wszystkim z uruchomieniem przez przeciągający się okres niedostatecznego popytu procesów histerezy na rynku pracy (tj. trwałego wyjścia z tego rynku części dotąd zatrudnionych i utraty przez nich kompetencji zawodowych) oraz ze zmniejszeniem zainteresowania przedsiębiorców inwestycjami w środki trwałe.

W tabelicy 1 przedstawiono – dla wybranych krajów – wyniki obliczeń OECD prezentujące skalę uderzenia kryzysu 2007+. Siła uderzenia kryzysu była mierzona jako różnica między „trendowym” potencjalnym PKB (uzyskanym, gdyby tempo wzrostu wydajności pracy pozostało na przedkryzysowej ścieżce z lat 2000–2007, stopa bezrobocia strukturalnego utrzymała się na poziomie z 2007 r., zaś stopa aktywności ekonomicznej, czyli stopa partycypacji, kształtowała się zgodnie z czynnikami demograficznymi i przedkryzysowymi prawidłowościami wchodzenia i wychodzenia z rynku pracy) a faktycznym potencjalnym PKB. Jak widać, najbardziej ucierpiały kraje południa strefy euro oraz Wielka Brytania.

Natomiast rysunek 2 dokumentuje, na przykładzie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, równoległe przebiegający proces redukcji nominalnych długookresowych stóp procentowanych w tej grupie krajów. Przy niskiej, ocierającej się o deflację, dynamice cen w większości lat kryzysu 2007+ realne długookresowe stopy procentowe wykazywały tę samą spadkową tendencję⁵.

2. SFORMUŁOWANIE PROBLEMU

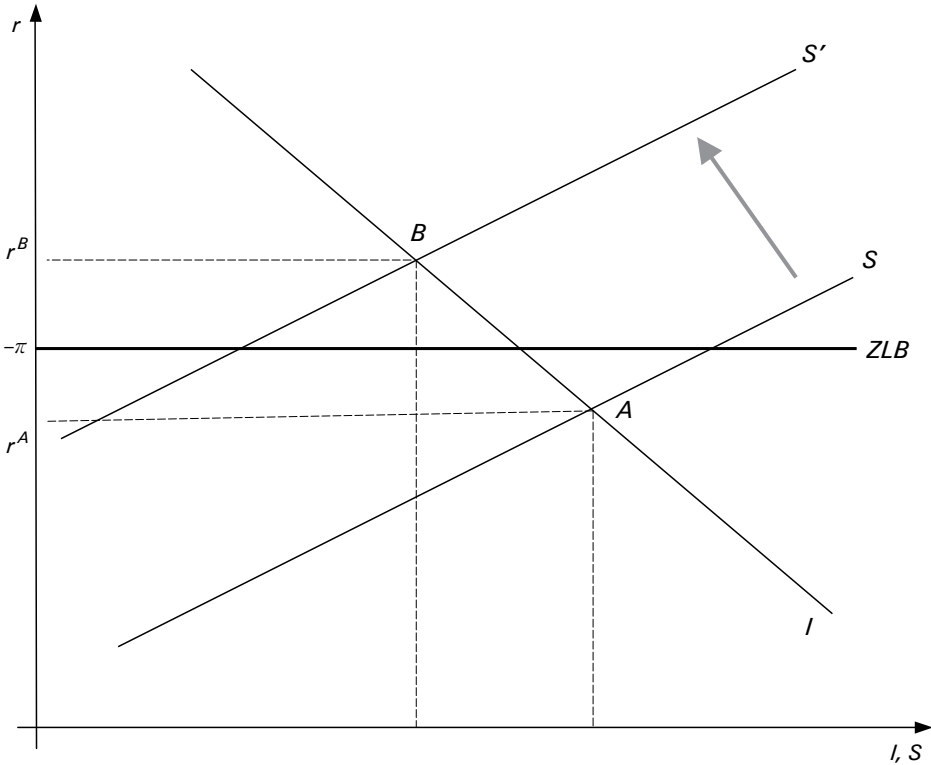
L. Summers (2013) zasugerował w swoim wystąpieniu, że świat rozwinięty znalazł się w sytuacji, gdy **naturalna** stopa procentowa, rozumiana jako krótkoterminowa **realna** stopa procentowa zapewniająca pełne zatrudnienie, lokuje się trwale na poziomie wyraźnie niższym od zera. I ten stan rzeczy ma zasadniczy wpływ na wskazania co do sposobu prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej i fiskalnej.

Kraje rozwinięte cierpią, zdaniem Summersa (2016), z powodu nierównowagi wynikającej z rosnącej skłonności do oszczędzania i malejącej skłonności do inwestowania. Utrzymujące się w rezultacie tego procesu nadwyżkowe oszczędności hamują popyt, ograniczają tempo wzrostu PKB i poziom inflacji, a nierównowaga między oszczędnościami i inwestycjami ciągnie przy tym naturalne realne stopy procentowe w dół. Ale temu ruchowi nie towarzyszy równoległy spadek rynkowych realnych stóp procentowych, gdyż jest powstrzymany przez barierę zerowej nominalnej stopy procentowej (ZLB), przy niskiej stopie inflacji lub wręcz przy deflacji.

Jeśli naturalna realna stopa procentowa (czyli równoważąca oszczędności z inwestycjami przy pełnym zatrudnieniu) jest bardzo niska (silnie ujemna), bank

⁵ Zauważmy, że krótkookresowe stopy procentowe przy normalnym (wznoszącym się) kształcie krzywej dochodowości są niższe od długookresowych stóp procentowych. A zatem skoro, jak pokazuje rysunek 2, przy inflacji obecnej i oczekiwanej rzędu 1–2%, długookresowe realne stopy procentowe są w większości krajów bliskie lub mniejsze od zera, to i krótkookresowe realne stopy procentowe są niższe od zera. Ale niekoniecznie dostatecznie niskie.

Rysunek 3. Równowaga na rynku funduszy pożyczkowych w warunkach występowania bariery zerowej nominalnej stopy procentowej



Źródło: opracowanie własne.

centralny nie może do niej dotrzeć ze swoją stopą procentową, stosując konwencjonalną politykę pieniężną. Rysunek 3 ilustruje tę sytuację. Naturalna realna stopa procentowa r zapewniająca w punkcie A równowagę między oszczędnościami S a inwestycjami I znajduje się na poziomie r^A , który jest nieosiągalny ze względu na występowanie bariery (linia pozioma ZLB) zerowej nominalnej stopy procentowej i przy danej stopie inflacji π . Przy tej barierze podaż oszczędności trwale przewyższa popyt na inwestycje. A więc także wzrost gospodarczy lokuje się trwale poniżej poziomu pełnego zatrudnienia.

Istotnie, jeśli r jest tak niska, że przy danej stopie inflacji: $r + \pi = i < 0$, to nadwyżka oszczędności nad inwestycjami utrzymuje się dopóty, dopóki nie dojdzie do odpowiedniego wzrostu r lub π .

Stąd wskazania dla polityki gospodarczej sprowadzają się albo do oddziaływania na wzrost naturalnej realnej stopy procentowej r poprzez ograniczenie oszczędności (przesunięcie linii S w lewo w położenie S') i/lub na wzrost inwestycji (przesunięcie linii I w prawo, nie pokazane na wykresie), albo do oddziaływania na podwyższenie oczekiwań inflacyjnych, np. poprzez podniesienie celu inflacyjnego $\bar{\pi}$. Na rysunku 3 oznacza to albo przejście z punktu A do punktu B (czyli

podniesienie naturalnej realnej stopy procentowej z r^A do r^B), albo przesunięcie w dół linii *ZLB* zerowego dolnego ograniczenia na nominalną stopę procentową o równaniu $r = -\pi$ tak, by $r^A > -\pi$, poprzez odpowiednie podniesienie stopy inflacji π .

Tymczasem w ostatnich dekadach mieliśmy, zdaniem Summersa (2016), do czynienia ze wzrostem oszczędności stymulowanym przez:

- wzrost nierówności dochodowych,
- starzenie się społeczeństw i rosnącą niepewność co do wieku przejścia na emeryturę oraz co do wysokości emerytury,
- akumulację aktywów finansowych przez banki centralne krajów rozwijających się i fundusze suwerenne, lokowanych na rynkach kapitałowych krajów rozwiniętych.

Co więcej, równolegle występowały czynniki sprzyjające hamowaniu popytu na inwestycje:

- spowolniony wzrost podaży siły roboczej, związany ze starzeniem się społeczeństw i idące za nim długookresowe obniżenie tempa wzrostu PKB, co przy względnie stałej kapitałochłonności produkcji ogranicza w efekcie zapotrzebowanie na kapitał;
- obfitość dóbr kapitałowych i ich tanieść, związana z obniżającymi się kosztami technologii informacyjnych;
- ograniczenia regulacyjne w odniesieniu do kredytowania inwestycji niefinansowych.

To rozumowanie stało się impulsem do podjęcia prac nad modelami objaśniającymi przyczyny i mechanizm stagnacji sekularnej **od strony popytowej**. Poniżej przedstawiono główne zręby tych modeli w ujęciu G. Eggertssona i N. Mehrotry (2014), Eggertssona, Mehrotry i J. Robbinsa (2017) oraz Eggertssona, Mehrotry i L. Summersa (2016).

Patrząc na zagadnienie w kategoriach luki produktowej, a więc różnicy między bieżącym PKB a potencjalnym PKB, w modelach tych upatruje się przyczyny sekularnej stagnacji w utrzymywaniu się ujemnej wartości tej luki z powodu niedostatecznego popytu. W alternatywnym nurcie myślenia nacisk jest kładziony **na stronę podażową** luki produktowej, a więc produkt potencjalny. Zwolennicy tego ujęcia argumentują, że zasadniczą przyczyną stagnacji sekularnej jest długookresowa tendencja słabnięcia czynników wzrostu produktu potencjalnego.

Reprezentatywne dla tego nurtu są prace R. Gordona (2014, 2018), których główne argumenty zostały przedstawione w dalszej kolejności. Ta różnica stanowisk ma przy tym istotny wpływ na postulowane prewencyjne działania polityki gospodarczej. Zwolennicy ujęcia popytowego proponują działania niwelujące ujemną lukę produktową, a więc podnoszące bieżący PKB, zaś ich antagoniści – działania nakierowane na podnoszenie tempa wzrostu potencjalnego PKB.

Warto ponadto wspomnieć (zob. np. Syverson, 2017), że w literaturze występuje również pogląd, zgodnie z którym obserwowane symptomy sekularnej sta-

gnacji są artefaktami statystycznymi wynikającymi z trudności we właściwym pomiarze PKB i tempa jego wzrostu w warunkach gospodarki cyfrowej.

3. MODELE POPYTOWE

3.1. MODEL MIĘDZYGENERACYJNY

Model Eggertssona-Mehrotry (2014) jest modelem zachodzących na siebie generacji (OLG). Gospodarstwa domowe żyją przez trzy okresy. W pierwszym okresie są młodzieżą (y – „młodzi”), w drugim stają się pracownikami w średnim wieku (m – „średniacy”), a w trzecim okresie idą na emeryturę (o – „starzy”). Nie ma początkowego kapitału, ale gospodarstwa domowe mogą sobie nawzajem udzielać pożyczek. Tylko średniacy i starzy uzyskują dochody, odpowiednio Y^m i Y^o . Młodzi pożyczają pieniądze na swoje wydatki od średniaków, a ci drudzy odkładają część swoich bieżących dochodów na emerytury, zaś w wieku emerytalnym wydają całość swoich bieżących dochodów oraz nagromadzonych oszczędności. Możliwość zadłużania się młodych u średniaków jest ograniczona z góry egzogeniczną kwotą D . Pożyczki i lokaty B są realizowane za pomocą jednookresowych nieryzykownych obligacji o stopie procentowej r ⁶. W tych warunkach reprezentatywne gospodarstwo domowe urodzone w okresie t maksymalizuje funkcję użyteczności postaci:

$$\max E_t \left[\log(C_t^y) + \beta \log(C_{t+1}^m) + \beta^2 \log(C_{t+2}^o) \right], \quad (1)$$

dobierając optymalnie swoje rozmiary konsumpcji C w kolejnych okresach, przy stopie dyskontowej β oraz przy warunkach ograniczających:

$$\begin{aligned} C_t^y &= B_t^y \\ C_{t+1}^m &= Y_{t+1}^m - (1+r_t)B_t^y + B_{t+1}^m \\ C_{t+2}^o &= Y_{t+2}^o - (1+r_{t+1})B_{t+1}^m \\ (1+r_t)B_t^y &\leq D_t. \end{aligned} \quad (2)$$

W rozwiązaniu tego problemu otrzymujemy:

$$C_t^y = \frac{D_t}{(1+r_t)}, \quad (3)$$

$$\begin{aligned} C_t^o &= Y_t^o - (1+r_{t-1})B_{t-1}^m \\ \frac{1}{C_t^m} &= \beta E_t \left(\frac{1+r_t}{C_{t+1}^o} \right). \end{aligned} \quad (4)$$

⁶ Jest to realna stopa procentowa równa nominalnej, gdyż model nie uwzględnia inflacji. Zauważmy ponadto, że $B^y > 0$, bo jest długiem, zaś $B^m < 0$, bo jest lokatą.

A zatem gospodarstwo młodych konsumuje tyle, ile na to pozwala limit długu, gospodarstwo starych konsumuje wszystko, co zarobi i zgromadzi w oszczędnościach, zaś gospodarstwo średniaków konsumuje na bieżąco tym więcej, im mniej troszczy się o swą przyszłość (niskie β) i im mniej spodziewa się zarobić na lokatach na starość (niskie r).

Założmy ponadto, że każda generacja składa się w okresie t z N_t osobników, a współczynnik wzrostu urodzeń jest równy:

$$1 + g_t = \frac{N_t}{N_{t-1}}, \quad (5)$$

gdzie: g_t – stopa urodzeń w okresie t .

Wtedy równowaga na rynku obligacji wymaga, aby:

$$(1 + g_t)B_t^y = -B_t^m. \quad (6)$$

Oznaczmy przez L^d oraz L^s odpowiednio popyt na pożyczki i podaż pożyczek, wtedy:

$$L_t^d = \frac{1 + g_t}{1 + r_t} D_t$$

$$L_t^s = \frac{\beta}{1 + \beta} (Y_t^m - D_{t-1}) - \frac{Y_{t+1}^o}{(1 + \beta)(1 + r_t)}. \quad (7)$$

Przy założeniu doskonałej prognozy otrzymujemy następujące wyrażenie na poziom realnej stopy procentowej zapewniający równowagę na tym rynku:

$$1 + r_t = \frac{(1 + \beta)}{\beta} \frac{(1 + g_t) D_t}{Y_t^m - D_{t-1}} + \frac{Y_{t+1}^o}{\beta(Y_t^m - D_{t-1})}. \quad (8)$$

Jak widać, poziom naturalnej realnej stopy procentowej zależy w tym sformułowaniu od trzech (poza parametrem β) czynników: limitu D długu dla młodzieży, relacji między wynagrodzeniami starych Y^o i średniaków Y^m oraz stopy urodzeń g .

I tak spadek limitu D długu dostępnego dla młodych gospodarstw domowych w okresie t natychmiast zmniejsza ich konsumpcję w tym okresie⁷. W rezultacie spada popyt na pożyczki i – przy niezmięnionej ich podaży – obniża się w okresie t realna stopa procentowa. To z kolei skłania średniaków do wzrostu konsumpcji (bo mniej opłaca się oszczędzać). Natomiast ta sama generacja młodzieży w swym średnim wieku (a więc w okresie $t+1$) może, mniej przeznaczając na spłatę długów, więcej środków przeznaczyć na oszczędności. Podaż oszczędności zatem wzrasta w okresie $t+1$ i naturalna realna stopa procentowa schodzi definitywnie do niższego niż początkowy poziomu.

⁷ Eggernesson i Mehrotra (2014) określają ten impuls mianem efektu delewarowania.

Z kolei obniżka stopy urodzeń g , redukując liczbę młodych konsumentów, obniża zarazem popyt na pożyczki. Natomiast podaź pożyczek pozostaje niezmieniona, bo dostarcza jej obecna nie zmniejszona jeszcze generacja średniaków. W rezultacie naturalna realna stopa procentowa także w tym wypadku się obniża.

Wreszcie pogorszenie oczekiwań co do wysokości wynagrodzeń otrzymywanych w okresie $t+1$ przez stare gospodarstwa zwiększa, przy innych czynnikach niezmiennych, podaź pożyczek oferowanych przez średniaków, gdyż w przyszłości mniejszą część swej konsumpcji będą mogli realizować z bieżących dochodów. W rezultacie naturalna stopa procentowa też się obniża.

Dodatkowego wglądu w zestaw czynników oddziałujących na spadek naturalnej realnej stopy procentowej dostarcza uwzględnienie zjawiska nierówności dochodowych. Załóżmy, za Eggertssonem i Mehrotrą (2014), że wśród gospodarstw domowych w średnim wieku można wyodrębnić dwie grupy: nisko zarabiających oraz wysoko zarabiających. Ci pierwsi będą mieli trudności w spłacie kredytów zaciągniętych w młodości i będą je rolować, spłacając je dopiero w trzecim etapie życia. W tej sytuacji tylko ci drudzy będą oszczędzać, zaspokajając popyt na pożyczki zarówno młodzieży, jak i biednych średniaków. Wówczas naturalna realna stopa procentowa będzie określona następująco:

$$1 + r_t = \frac{1 + \beta}{\beta} \frac{(1 + g_t + \eta)}{(1 - \eta)(Y_t^{m,h} - D_{t-1})} + \frac{Y_{t+1}^o}{\beta(Y_t^{m,h} - D_{t-1})}, \quad (9)$$

gdzie: $Y^{m,h}$ – dochód bogatego gospodarstwa średniaków, η – udział gospodarstw o niskich dochodach wśród średniaków.

Przyjmijmy, że redystrybucja dochodów polega, przy danych η i Y^m , na wzroście $Y^{m,h}$. Oznacza to spadek dochodu przeciętnego biednego gospodarstwa średniaków. Wówczas im większa jest ta redystrybucja, a zatem im wyższy jest $Y^{m,h}$, tym niższa jest naturalna realna stopa procentowa.

Ponadto w ramach omawianego modelu można pokazać⁸, że w warunkach, gdy wydatki budżetowe są finansowane przez podatki nakładane na wszystkie trzy generacje gospodarstw domowych, a wzrost wydatków budżetowych oraz wzrost długu publicznego ma trwały charakter i gospodarstwa średniaków nie oczekują, że będą opodatkowane w celu spłaty tego przyrostu długu, to ten bodziec fiskalny podnosi naturalną realną stopę procentową.

3.2. MODEL MAKROEKONOMICZNY

Na kanwie modelu Eggertssona-Mehrotry (2014) został skonstruowany prosty model makroekonomiczny identyfikujący czynniki sprzyjające sekularnej stagna-

⁸ Eggertsson, Mehrotra (2014), s. 23–25.

cji (Eggertsson, Mehrotra, Summers, 2016). Jest on zbudowany na podstawie modelu Romera (2012) z wbudowaną regułą polityki pieniężnej banku centralnego, uwzględniającą występowanie bariery zerowej nominalnej stopy procentowej (*ZLB*). Składa się z trzech równań:

Linia *IS*:

$$Y = -\alpha(i - \pi) + \delta G - \chi q - \omega K^* + \theta(B^g - IR) + \varepsilon. \quad (10)$$

Linia *MP*:

$$i = \max\left(0, r^f + \bar{\pi} + \varphi_{\pi}(\pi - \bar{\pi})\right). \quad (11)$$

Linia *AS*:

$$Y = \begin{cases} Y^f, & \pi \geq 0 \\ Y^f + \kappa\pi, & \pi < 0 \end{cases}, \quad (12)$$

gdzie: Y – produkt krajowy, G – wydatki rządowe, q – realny kurs walutowy, i – krótkookresowa nominalna stopa procentowa, π – stopa inflacji, $\bar{\pi}$ – cel inflacyjny, K^* – realna wartość aktywów krajowych w posiadaniu prywatnych inwestorów zagranicznych, B^g – realny dług publiczny, IR – realna wartość krajowych obligacji skarbowych w posiadaniu zagranicznych inwestorów rządowych, r^f – naturalna realna stopa procentowa zapewniająca pełne wykorzystanie czynników produkcji, Y^f – poziom produktu krajowego zapewniający pełne wykorzystanie czynników produkcji, ε – kompozyt reprezentujący szoki sekularne. Pozostałe wielkości to parametry większe od zera, przy czym $\varphi_{\pi} > 1$.

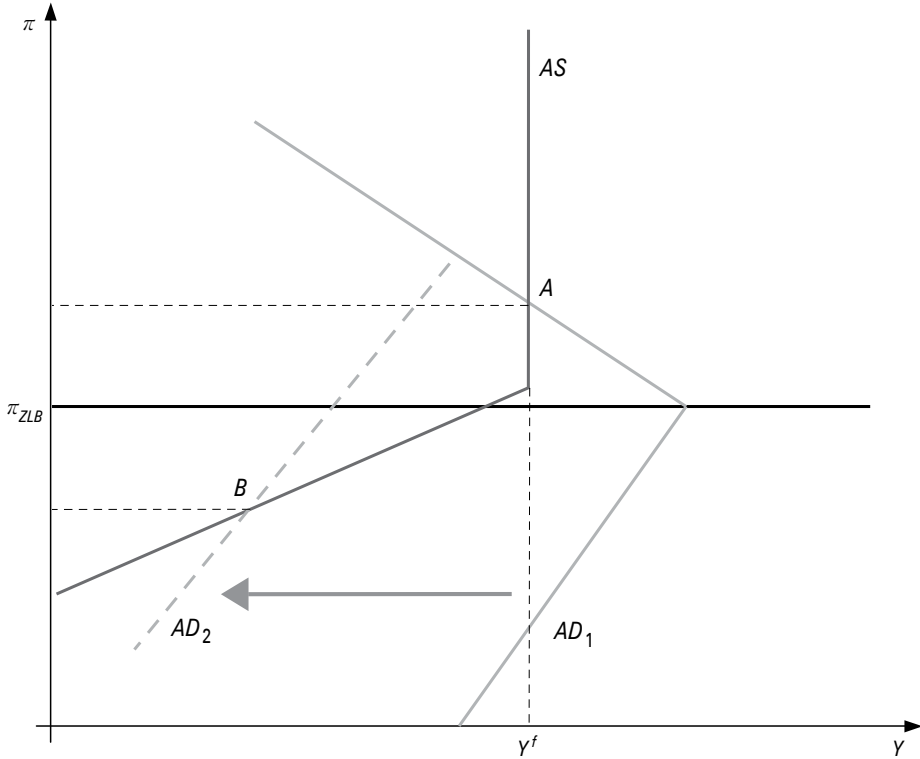
Zakłada się, że K^* jest dodatnią funkcją różnicy między rynkową krajową (r) a rynkową zagraniczną (r^*) realną stopą procentową, przy czym $r > r^*$. Produkt potencjalny Y^f jest dany egzogenicznie, a stopa r^f jest wyznaczana w rozwiązaniu modelu.

Realny kurs walutowy jest kursem stałym o danym poziomie, dane są także rozmiary dopływu prywatnego kapitału zagranicznego K^* . Gospodarka zagraniczna jest opisana za pomocą analogicznego modelu, z tym że w równaniu *IS* znaki przy q i K^* są dodatnie.

Linia *IS* wyznacza naturalną realną stopę procentową r^f na rynku obligacji krajowych, przy Y na poziomie równym Y^f . Naturalna realna stopa procentowa jest zatem tym wyższa, im niższy jest produkt potencjalny Y^f , im wyższe są wydatki rządowe G , im niższy jest kurs realny q (czyli im słabsza jest waluta krajowa), im niższy jest dopływ prywatnego kapitału zagranicznego K^* , im wyższy jest dług publiczny, im niższy jest dopływ publicznego kapitału zagranicznego IR oraz im silniejsza jest stymulacja ze strony szoków sekularnych⁹.

⁹ Autorzy wymieniają wśród nich m.in. zmiany liczby ludności, produktywności, struktury dochodów, relatywnych cen dóbr inwestycyjnych.

Rysunek 4. Dwa stany równowagi w modelu makroekonomicznym



Źródło: Eggertsson, Mehrotra, Summers (2016, s. 7).

Linia *MP* przedstawia prostą formułę prowadzenia przez bank centralny polityki pieniężnej, zgodną z regułą Taylora przy uwzględnieniu występowania bariery zerowej nominalnej stopy procentowej (*ZLB*).

Natomiast linią *AS* jest linią zagregowanej podaży. Zakłada ona współzależność między stopą inflacji i poziomem aktywności gospodarczej (popyt), dopóki ta druga nie osiągnie poziomu produktu potencjalnego, co następuje przy dodatniej stopie inflacji. Autorzy zakładają bowiem występowanie sztywności w dół płacy nominalnej. Ponieważ w warunkach deflacji pracownicy nie akceptują obniżki osiągniętego poziomu płac, prowadzi to do wzrostu bezrobocia i spadku produktu krajowego poniżej poziomu potencjalnego.

Linie *IS* i *MP* łączą się w linię zagregowanego popytu *AD* (por. rys. 4). Gdy nominalna stopa procentowa jest dodatnia (czyli jest w strefie $\pi > \pi_{ZLB}$), linia *AD* jest opadająca, gdyż gdy bank centralny tnie nominalną stopę procentową bardziej niż w proporcji 1:1 w odpowiedzi na spadek stopy inflacji poniżej celu inflacyjnego, realna stopa procentowa spada i rośnie popyt. Ale gdy nominalna stopa procentowa osiąga *ZLB*, spadki inflacji podnoszą realną stopę procentową i ograniczają popyt. Linia *AD* załamuje się i staje się rosnąca względem stopy inflacji.

Przy inflacji na poziomie celu inflacyjnego i jeśli naturalna realna stopa procentowa jest dostatecznie wysoka, to jest gdy

$$r^f \geq -\bar{\pi}, \quad (13)$$

linie AD i AS przecinają się na wertykalnym segmencie linii podaży (punkt A). Gospodarka osiąga wtedy równowagę przy pełnym zatrudnieniu czynników wytwórczych i przy dodatniej nominalnej stopie procentowej. Natomiast, jeśli naturalna realna stopa procentowa jest zbyt niska, tj.

$$r^f < -\bar{\pi}, \quad (14)$$

wówczas przecięcie linii AS i AD może ulokować się na rosnącym segmencie linii popytu w punkcie B^{10} . Dzieje się tak, gdy dochodzi do spadku naturalnej realnej stopy procentowej w następstwie przesunięcia linii popytu w położenie AD_2 , na przykład pod wpływem silnego dopływu prywatnego kapitału zagranicznego (wzrost K^*) lub zaostrzenia polityki fiskalnej (spadek G). Gospodarka wpada wówczas w stan sekularnej stagnacji, charakteryzujący się trwałym niewykorzystaniem zdolności wytwórczych, inflacją poniżej celu inflacyjnego oraz nominalną stopą procentową na poziomie ZLB .

Kluczowe dla uchronienia się przed stanem sekularnej stagnacji jest zatem oddziaływanie na poziom naturalnej realnej stopy procentowej, cechujący daną gospodarkę. Powinien on być wyższy niż poziom celu inflacyjnego, wzięty z przeciwnym znakiem. Z tego postulatu wynikają wskazania dla polityki gospodarczej.

3.3. POLITYKA GOSPODARCZA WOBEC SEKULARNEJ STAGNACJI O ŹRÓDŁACH POPYTOWYCH

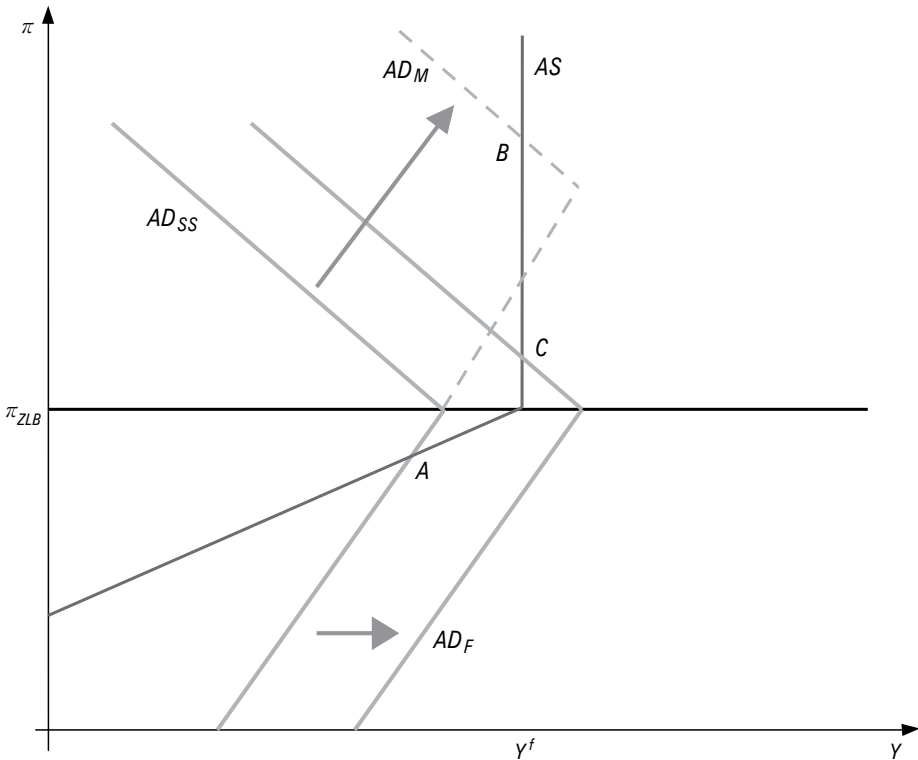
Proponowane w literaturze wskazania dla antystagnacyjnej polityki gospodarczej można podzielić na działania długookresowe i doraźne.

Działania długookresowe dotyczą walki z sekularnymi szokami, których doświadczają gospodarki krajów rozwiniętych. A więc przede wszystkim, w duchu modelu prezentowanego w punkcie 3, chodzi tu o powstrzymanie spadku stopy urodzeń, przeciwdziałanie nadmiernemu rozwarstwieniu dochodowemu wśród gospodarstw domowych w wieku średnim, unikanie konieczności silnego delewarowania młodych gospodarstw domowych (czyli unikanie ostrych kryzysów finansowych dzięki odpowiednio skonstruowanym instytucjonalnym ramom funkcjonowania rynków finansowych).

W tym kontekście uznaje się za potrzebne takie polityki strukturalne, jak: reformy podatkowe odciążające biedniejszych względem bogatszych, wzmacnianie siły przetargowej związków zawodowych czy podnoszenie płacy minimalnej. Przeciwdziałać starzeniu się społeczeństw może także napływ emigrantów zarobkowych i uchodźców.

¹⁰ Zauważmy, że punkt złamania krzywej AS może znaleźć się poniżej lub powyżej punktu złamania linii AD , a więc π_{ZLB} może być większe lub mniejsze od zera, w zależności od wysokości celu inflacyjnego $\bar{\pi}$ w porównaniu z poziomem naturalnej realnej stopy procentowej r^f .

Rysunek 5. Polityka monetarna i polityka fiskalna jako remedia na sekularną stagnację



Źródło: Eggertsson, Mehrotra, Summers (2016, s. 10).

Wśród działań doraźnych należy wymienić reakcje polityki monetarnej i fiskalnej. Na rysunku 5 przedstawione zostały skutki takich działań na przykładzie podniesienia wysokości celu inflacyjnego (impuls monetarny) oraz zwiększenia rozmiarów wydatków budżetowych, na przykład na inwestycje publiczne (impuls fiskalny).

W sytuacji początkowej gospodarka znajduje się, przy linii popytu AD_{SS} , w stanie stagnacji sekularnej (punkt A). Decyzja o podniesieniu celu inflacyjnego powoduje przesunięcie się punktu załamania linii popytu w górę (linia AD_{SS} przechodzi w linię AD_M), gdyż:

$$\pi_{ZLB} = \frac{\varphi\pi - 1}{\varphi\pi} \bar{\pi} - \frac{1}{\varphi\pi} r^f. \quad (15)$$

Gospodarka lokuje się wtedy w nowym punkcie równowagi (punkt B), przy pełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych. Eggertsson, Mehrotra i Summers nie rekomendują jednak takiego działania, wskazując na problemy realizacyjne: na możliwość, że podmioty gospodarcze zignorują tę zmianę celu inflacyjnego, co uczyni ją impotentną oraz na obawę niedostatecznie silnego podniesienia tego celu. Są natomiast zwolennikami posłużenia się impulsem fiskalnym. Wzrost

wydatków budżetowych przesuwają bowiem całą linię popytu w prawo z położenia AD_{SS} w położenie AD_F . Nowym punktem równowagi jest wtedy punkt C . Dostatecznie agresywna polityka fiskalna zatem nie tylko przenosi gospodarkę w stan pełnego zatrudnienia, ale i pozwala jej wyrwać się z pułapki zerowej nominalnej stopy procentowej. Ewentualnych negatywnych konsekwencji takiej polityki w postaci naruszenia ograniczeń budżetowych i długookresowej stabilności fiskalnej nie uważają za istotne, powołując się w swej argumentacji między innymi na wyniki modelu omówionego w punkcie 3.2¹¹.

Co do deficytów budżetowych i rosnącego długu publicznego to, zdaniem Summersa (2015), lepiej dla przyszłych generacji będzie mieć obligacje skarbowe o niskim oprocentowaniu niż niezrealizowane (z powodu braku środków) potrzeby w zakresie koniecznej infrastruktury i dostaw usług publicznych. Z kolei wszelkie pomysły polegające na reformach ograniczających przyszłe świadczenia emerytalne spowodują, w jego opinii, tylko wzrost skłonności do oszczędzania kosztem bieżącej konsumpcji i wzmocnią w ten sposób tendencję do sekularnej stagnacji¹².

Wielu ekonomistów (zob. Eichengreen, 2015; Teulings, Baldwin (eds.), 2014), nie podziela poglądu o występowaniu przekonujących symptomów sekularnej stagnacji o proveniencji popytowej. Eichengreen (2015) rozpatrzył cztery główne tendencje potencjalnie objaśniające sekularną stagnację od tej strony: wzrost stóp oszczędności w związku z pojawieniem się krajów o gospodarkach wschodzących, spadek stóp inwestycji z racji braku atrakcyjnych możliwości wydatkowania środków finansowych, obniżka relatywnej ceny dóbr inwestycyjnych oraz spadek stopy wzrostu liczby ludności. Analizując długookresowe trendy w gospodarce światowej i amerykańskiej, sformułował wniosek, że tylko w odniesieniu do relatywnych cen dóbr inwestycyjnych można mówić o trwałej spadkowej tendencji. Natomiast spodziewa się, że gospodarki wschodzące, w tym zwłaszcza Chiny, z czasem zaczną się charakteryzować, w miarę starzenia się ich społeczeństw, obniżającymi się stopami oszczędności oraz zbliżaniem się relacji kapitał/praca do poziomu równowagi. Oczywiście, jak twierdzi, zwroty z kapitału mogą się obniżyć pod wpływem niedoborów siły roboczej, ale nie na tyle, aby przeważać równoległy, sprzyjający wzrostowi realnych stóp procentowych efekt obniżających się stóp oszczędności. Nie popiera też opinii o silnym powiązaniu stopy wzrostu gospodarczego z tempem wzrostu liczby ludności. Spodziewa się bowiem, że bieżąca fala innowacji stworzy nowe narzędzia (komputery kwantowe), materiały (grafen) i procesy (modyfikacje genetyczne), które znajdą szerokie zastosowanie w gospodarce i dadzą impuls do przyspieszenia tempa wzrostu jej ogólnej produktywności.

¹¹ Uzyskane, należy pamiętać, przy założeniu, że „średniacy” nie liczą się ze wzrostem opodatkowania ich dochodów w następstwie wzrostu długu publicznego.

¹² Polskie doświadczenia z wprowadzeniem w 1999 r. nowego systemu emerytalnego, silnie korygującego w dół stopę zastąpienia ostatniego wynagrodzenia przez emeryturę, nie wskazują, jak dotąd, aby taka reakcja występowała bezwarunkowo.

4. OBJAŚNIENIA STAGNACJI SEKULARNEJ OD STRONY PODAŻOWEJ

Powyższa analiza modelowa przyczyn i środków, które zaradzają sekularnej stagnacji, stawia nacisk na czynniki popytowe. Alternatywne objaśnienie od strony czynników podaźowych przedstawił R. Gordon (2015). Według niego, kluczowe znaczenie dla zbliżania się do stanu stagnacji sekularnej ma spadek tempa wzrostu potencjalnego PKB, obserwowany w krajach rozwiniętych. Jego przyczynami są spowolnienie postępu technicznego oraz cztery typy strukturalnego „wiatru w oczy”:

- starzenie się społeczeństw (aspekt podaźowy, tj. mniej rąk do pracy),
- rosnące nierówności dochodowe i marnowanie kapitału ludzkiego z tego tytułu (znów aspekt podaźowy),
- obniżającą się jakość edukacji,
- niestabilne finanse publiczne z powodu wysokich długów publicznych.

W ujęciu analitycznym Gordon (2015) ucieka się do prostej dekompozycji stopy wzrostu PKB na czynniki według formuły:

$$Y = (Y/H) * (H/Z) * (Z/WA) * (WA/L) * L, \quad (16)$$

gdzie: Y – wolumen PKB, H – liczba godzin przepracowanych w roku, Z – zatrudnienie, WA – ludność w wieku produkcyjnym, L – ludność ogółem.

Wśród czynników kształtujących wydajność pracy (definiowaną jako PKB podzielony przez liczbę przepracowanych godzin w roku, czyli Y/H) uwzględnił TFP , efekty edukacyjne oraz relację kapitał/praca. Porównując w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej lata 1972–2014 z latami 1920–1972, Gordon (2015) odnotował prawie 3-krotny spadek rocznego tempa wzrostu TFP z 2,01% do 0,70% oraz obniżenie na podobną skalę tempa wzrostu PKB na jedną przepracowaną w roku godzinę. To pogorszenie dynamiki TFP tłumaczy szybkim zanikiem efektów trzeciej Rewolucji Przemysłowej wprowadzającej gospodarke cyfrową, zainaugurowanej na przełomie lat 60. i 70. Konstatuje także występowanie pułapu dla dalszego wzrostu prowydajnościowych efektów edukacyjnych oraz ograniczenia wzrostu kapitału ze względu na malejące tempo wzrostu podaży siły roboczej.

Z kolei obserwowany w ostatniej dekadzie spadek liczby przepracowanych godzin pracy (H) powiązał, przy w miarę stałej liczbie godzin pracy przypadającej na 1 zatrudnionego (H/Z), z obniżeniem wskaźnika zatrudnienia (Z/WA) oraz z obniżeniem tempa wzrostu liczby ludności w wieku produkcyjnym (WA). Te zjawiska objaśnia zarówno czynnikami społecznymi, jak i ekonomicznymi. Wymienia wśród nich m.in. zmniejszanie się liczby dzieci wychowywanych w ramach pełnych rodzin, kurczenie się liczby tradycyjnie męskich miejsc pracy w przemyśle, wzrost liczby mężczyzn z wyrokami więzienia.

W kolejnym artykule (Gordon, 2018) porównanie dotyczyło lat 1920–1970 i 1970–2016 i było dokonane w tej samej konwencji. Tym razem jednak autor

zwrócił większą uwagę na czynniki demograficzne (L oraz WA/L), które, szczególnie w latach 2006–2016, wpłynęły zdecydowanie negatywnie na liczbę przepracowanych godzin, obniżając w konsekwencji długookresowe tempo wzrostu amerykańskiego PKB. Zaliczył do nich spadek współczynnika reprodukcji netto z 2,1 w 2007 r. do 1,8 w 2015 r., wzrost współczynnika śmiertelności w wielu grupach wiekowych, zwłaszcza wśród aktywnych zawodowo osób niżej wykształconych oraz wolniejszy niż w innych krajach rozwiniętych wzrost oczekiwanej długości życia w momencie urodzenia. Ponadto podkreślił zmniejszenie się napływu imigrantów do Stanów Zjednoczonych z 1,1 mln rocznie w latach 1990–2000 do 630 tys. w latach 2010–2016. Poza czynnikami demograficznymi zwrócił uwagę na negatywny wpływ trwałego wzrostu nierówności dochodowych na międzygeneracyjną mobilność społeczną, co z kolei hamuje tempo wzrostu kapitału ludzkiego.

W tabelicy 2 przedstawiono ewolucję zmian tempa wzrostu czynników oddziałujących na długookresową dynamikę PKB w gospodarce amerykańskiej w latach 1950–2016 w podziale na trzy podokresy: 1950–1970, 1970–2006 oraz 2006–2016. Dodatkowo w celu umożliwienia porównań z danymi dla gospodarki polskiej,

Tabela 2. Tempo wzrostu PKB i jego czynniki w Stanach Zjednoczonych AP w latach 1950–2016 (roczne stopy wzrostu w %)

Wskaźnik	1950–1970	1970–2006	1993–2006	2006–2016	Zmiana		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(2)–(1)	(4)–(2)	(4)–(3)
PKB	3,93	3,19	1,88	1,35	-0,74	-1,83	-0,53
Zatrudnienie	1,51	1,58	0,72	0,52	0,07	-1,06	-0,20
Liczba godzin przepracowanych w roku	1,25	1,42	0,71	0,36	0,17	-1,05	-0,35
Roczna liczba godzin pracy/ Zatrudnienie	-0,25	-0,16	-0,01	-0,15	0,10	0,01	-0,14
PKB/ Zatrudnienie	2,39	1,58	1,15	0,83	-0,80	-0,75	-0,32
PKB/Liczba godzin pracy	2,65	1,74	1,16	0,98	-0,90	-0,76	-0,17
Ludność	1,50	1,05	0,60	0,80	-0,45	-0,25	0,20
PKB per capita	2,40	2,11	1,27	0,55	-0,28	-1,56	-0,72

Źródło: obliczenia własne na podstawie "The Conference Board Total Economy Database™", March 2018.

zamieszczonymi w tablicy 3, wyodrębniono podokres 1993–2006. Jak widać, ostatnia dekada charakteryzuje się wyraźnie niższą niż w latach 1970–2006 średnioroczną dynamiką PKB. Równolegle mamy do czynienia z istotnym spadkiem tempa wzrostu zatrudnienia i liczby przepracowanych godzin w roku. To pogorszenie jest przy tym na ogół znacznie silniejsze niż między podokresami 1970–2006 i 1950–1970.

Zwolennicy poglądu o podażowych przyczynach sekularnej stagnacji wśród zapobiegawczych działań polityki gospodarczej wskazują na stymulowanie poprawy produktywności¹³ przez postęp techniczny oraz pro wzrostowe reformy strukturalne. Wśród nich wymieniają reformy rynków produktowych nakierowane na wzrost konkurencji, reformy rynku pracy nastawione na intensyfikację działań na rzecz podnoszenia kwalifikacji i reorientacji zawodowej, a także reformy rynków finansowych w kierunku sprawniejszej alokacji środków finansowych.

Komisja Europejska (2016), dostrzegając niebezpieczeństwo sekularnej stagnacji, bierze bardziej stronę zwolenników poglądu o jej głównie podażowych przyczynach, ale w jej pakiecie proponowanych działań zapobiegawczych mieszczą się także środki nawiązujące do przyczyn popytowych:

- ułatwienia w realokacji sektorowej przedsiębiorstw,
- podnoszenie kwalifikacji pracowników przez edukację i szkolenia,
- wykorzystywanie możliwości stworzonych przez Plan Inwestycyjny dla Europy (tzw. plan Junckera),
- wzrost inwestycji publicznych ze środków własnych w krajach UE, które mają ku temu możliwości budżetowe,
- postęp w tworzeniu Unii Bankowej,
- podnoszenie wieku przechodzenia na emeryturę, aby ograniczyć rozmiary oszczędzania na starość w warunkach rosnącej oczekiwanej długości życia.

5. ODDŹWIĘK W POLSCE

W Polsce temat sekularnej stagnacji podjęła E. Mączyńska (2015). Jej zdaniem, także u nas występują jej symptomy. Zaliczyła do nich pogarszającą się sytuację demograficzną, rosnące bezrobocie technologiczne oraz deindustrializację, a poza tym procesy deflacyjne, spadek stopy procentowej oraz obserwowaną w ostatnich latach wstrzemięźliwość przedsiębiorców w podejmowaniu inwestycji. Jak się wydaje, bardziej skłania się ku interpretacji podażowej zjawiska. Trudno bowiem argumentować, że mamy w Polsce obecnie do czynienia z taką nadwyżką

¹³ Zauważmy, że poprawa produktywności jest dobrą receptą na przeciwdziałanie sekularnej stagnacji wtedy, gdy ma ona naturę podażową. Natomiast jeśli ma proveniencję popytową i przy tym *ZLB* jest wiążąca, to wzrost produktywności, obniżając stopę inflacji, podnosi realną stopę procentową i pogłębia stagnację. Eggertsson i Mehrotra (2014) określają ten wynik mianem paradoksu znoju (*paradox of toil*).

Tablica 3. Tempo wzrostu PKB i jego czynniki w Polsce w latach 1950–2016 (roczne stopy wzrostu w %)

Wskaźnik	1950– –1970	1970– –2006	1993– –2006	2006– –2016	Zmiana		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(2)–(1)	(4)–(2)	(4)–(3)
PKB	4,41	2,47	2,58	3,56	-1,94	1,09	0,98
Zatrudnienie	1,69	0,07	0,22	1,02	-1,62	0,95	0,81
Liczba godzin przepracowa- nych w roku	–	–	0,24	0,88	–	–	0,64
Roczna liczba godzin pracy/ Zatrudnienie	–	–	0,02	-0,15	–	–	-0,17
PKB/ Zatrudnienie	2,68	2,40	2,36	2,51	-0,28	0,11	0,15
PKB/Liczba godzin pracy	–	–	2,34	2,66	–	–	0,32
Ludność	1,36	0,47	0,01	-0,01	-0,89	-0,48	-0,02
PKB per capita	3,01	1,99	2,58	3,57	-1,02	1,58	0,99

Źródło: jak w tablicy 2.

oszczędności nad inwestycjami, że naturalna realna stopa procentowa jest tak niska, iż przy obowiązującym celu inflacyjnym nominalna stopa procentowa napotyka na *ZLB*.

Z obliczeń przeprowadzonych przez M. Brzozę-Brzezinę i in. (2016) na podstawie modelu DSGE wynika, że prawdopodobieństwo „uderzenia” stopy procentowej w poziom zerowy było w Polsce do 2012 r. mniejsze niż 1% w horyzoncie 3-letnim, aby w ostatnim kwartale 2014 r. zwiększyć się do 4% w tym samym horyzoncie. Były to zatem znikome prawdopodobieństwa. Rozpatrują oni jednak ten problem tylko z punktu widzenia utrudnień do prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej, bez odnoszenia się do kwestii sekularnej stagnacji.

Z kolei L. Podkaminer (2015) poddał analizie, w kontekście hipotezy o sekularnej stagnacji, długookresowe trendy kształtowania się głównych zmiennych makroekonomicznych w krajach strefy euro, wskazując na malejące tempo wzrostu PKB *per capita*, konsumpcji prywatnej, udziału płac w PKB oraz stagnację stopy inwestycji i uznając je za symptomy przejawiania się tego zjawiska¹⁴.

W tablicy 3 – w analogicznym układzie jak w tablicy 2 – przedstawiono dynamikę PKB Polski i czynników jego wzrostu. Z porównania podokresów 1970–2006

¹⁴ Raczej skłaniając się, jak oceniam, do popytowej interpretacji zjawiska sekularnej stagnacji.

i 2006–2016 nie wynika występowanie objawów stagnacji. Zarówno tempo wzrostu PKB, jak i tempo wzrostu zatrudnienia wyraźnie się poprawiły. Także porównanie podokresów 1993–2006 i 2006–2016, obejmujących okres po transformacji systemowej, nie wskazuje na występowanie tendencji stagnacyjnych. Przyrost tempa wzrostu PKB oraz zatrudnienia okazał się, co prawda, nieco niższy niż między podokresami 1970–2006 i 2006–2016, ale umożliwił podobny przyrost tempa wydajności pracy.

W porównaniu z gospodarką amerykańską w obrębie podokresów 1993–2006 i 2006–2016 w Polsce znacznie korzystniej kształtowały się międzyokresowe zmiany dynamiki zatrudnienia i liczby przepracowanych godzin pracy oraz wydajności pracy w przeliczeniu na zatrudnionego oraz na liczbę godzin pracy. Niepokojem napawają natomiast krajowe tendencje demograficzne, gorsze niż amerykańskie. Ale ogólnie, na podstawie powyższych danych, trudno dopatrywać się w odniesieniu do polskiej gospodarki oznak sekularnej stagnacji.

6. UWAGI KOŃCOWE

Minęło właśnie 5 lat od momentu postawienia przez L. Summersa na porządku dnia kwestii stagnacji sekularnej jako objaśnienia aktualnej sytuacji gospodarczej w krajach wysoko rozwiniętych. Dyskusje nad tą hipotezą osiągnęły apogeum w międzynarodowym środowisku ekonomistów w latach 2014–2016. Wraz z poprawiającą się w krajach rozwiniętych koniunkturą, coraz bardziej optymistycznymi ocenami kształtowania się ścieżki produktu potencjalnego (por. prawy kraniec ścieżki potencjalnego PKB na rys. 1) oraz powstrzymaniem spadkowej tendencji długookresowych stóp procentowych (por. prawy kraniec ścieżki długookresowych nominalnych stóp procentowych na rys. 2) obawy zaczęły przygasać. Ale dyskusja nadal trwa. W swoim wystąpieniu w Economic Club of New York 16 maja 2018 r. Summers argumentował, że obecny 2,5% wzrost gospodarczy w USA opiera się na stymulacyjnym oddziaływaniu deficytu budżetowego, ulgowego opodatkowania dochodów kapitałowych, niskich krótkookresowych, realnych stóp procentowych i ciągłym wzroście akcji kredytowej. Bez tych stymulatorów, jego zdaniem, wzrost byłby nadal anemiczny, a zatem wyzwanie sekularnej stagnacji jest wciąż aktualne.

Przyjmując, że ta diagnoza jest prawidłowa, pozostaje jeszcze problem przyjęcia odpowiedniego pakietu działań zaradczych. Postulaty w tym zakresie zwolenników poglądu o popytowej naturze zjawiska są trudne do akceptacji z punktu widzenia dominującego w ostatnich kilkudziesięciu latach sposobu uprawiania polityki gospodarczej. Preferują oni bowiem ekspansywną politykę fiskalną (i w konsekwencji wzrost relacji długu publicznego do PKB) i monetarną z podniesieniem poziomu celu inflacyjnego włącznie. W tym kontekście Blanchard i Summers (2017) pragmatycznie proponują raczej stopniowe, ewolucyjne, a nie rewolucyjne zmiany kształtu polityki stabilizacyjnej. Bardziej akceptowane są postulaty zwolenników ujęcia od strony podaźowej, ale tu z kolei, zwłaszcza dzia-

łania skierowane na poprawę sytuacji demograficznej społeczeństw i niwelowanie nierówności dochodowych w krajach wysoko rozwiniętych nie mogą przynosić szybkich rezultatów.

BIBLIOGRAFIA

- Bartkowiak R. (2003), *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa.
- Blanchard O., Summers L. (2017), *Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?* "NBER Working Paper Series", 24179.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Szetela M. (2016), *Is Poland at Risk of the Zero Lower Bound?* "Bank i Kredyt", 47(3).
- Eggertsson G., Mehrotra N. (2014), *A Model of Secular Stagnation*, "NBER Working Paper Series", 20574.
- Eggertsson G., Mehrotra N., Robbins J. (2017), *A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation*, "NBER Working Paper Series", 23093.
- Eggertsson G., Mehrotra N., Summers L. (2016), *Secular Stagnation in the Open Economy* "NBER Working Paper Series", 22172.
- Eichengreen B. (2015), *Secular Stagnation: The Long View* "NBER Working Paper Series", 20836.
- European Commission (2016), *European Economic Forecast. Spring 2016* „European Economy”, Institutional Paper 025.
- Gordon R. (2015), *Secular Stagnation: a Supply-side View* "American Economic Review: Papers and Proceedings", 105(5).
- Gordon R. (2018), *Why Has Economic Growth Slowed when Innovation Appears to Be Accelerating?* "NBER Working Paper Series", 24554.
- Hansen A. (1939), *Economic Progress and Declining Population Growth*, "American Economic Review", 29(1).
- Mączyńska E. (2015), *Potencjał rozwojowy Polski w kontekście hipotezy o nowej sekularnej stagnacji* „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 854.
- Podkaminer L. (2015), *The Euro Area's Secular Stagnation and what Can be Done about It. A Post-Keynesian Perspective*, "Real-World Economics Review", 70.
- Rawdanowicz Ł. i in. (2014), *Secular Stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy* "OECD Economics Department Working Papers", 1169.
- Romer D. (2012), *Short-run Fluctuations*, mimeo, Berkeley.
- Summers L. (2013), *Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference* "IMF Economic Forum: Policy Responses to Crises", Washington D.C., November 9.
- Summers L. (2015), *Demand-Side Secular Stagnation* "American Economic Review: Papers and Proceedings", 105(5).
- Summers L. (2016), *The Age of Secular Stagnation: What It Is and what to Do about It* "Foreign Affairs", March/April Issue.
- Syverson C. (2017), *Challenges to Mismeasurement Explanations for the US Productivity Slowdown* "Journal of Economic Perspectives", 31(2).
- Teulings C., Baldwin R. (eds.) (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, London.
- Williamson S.D. (2018), *Macroeconomics*, Pearson Education Limited, Harlow.

THE SECULAR STAGNATION HYPOTHESIS

ABSTRACT

The hypothesis about the occurrence of secular stagnation in developed economies and the model explanation of its causes is one of the most interesting theoretical concepts that have emerged in recent years in response to the global economic crisis. It attempts to interpret the parallel occurrence of two long-term trends: a decline in real interest rates and a slowdown in GDP growth. The article presents two main approaches to the theoretical justification of this trend – from the demand and supply sides. This distinction is important, because each of them may result in other recommendations as to the shape of economic policy addressing this phenomenon. An attempt was also made to look at the state of the Polish economy through the lens of the secular stagnation hypothesis.

Keywords: secular stagnation, natural real interest rate, factors of economic growth.

JEL Classification: E21, E22, E24, E43