

UDK: 330.3(4)

Biblid 1451-3188, 13 (2014)

Год XIII, бр. 49–50, стр. 157–167

Изворни научни рад

др Горан НИКОЛИЋ¹

ДА ЛИ ЈЕ СЕКУЛАРНА СТАГНАЦИЈА РЕАЛНИ ИЗАЗОВ ЗА ЕКОНОМИЈЕ ЕВРОЗОНЕ?

ABSTRACT

Secular stagnation refers to a situation in which negative real interest rates are needed to equate saving and investment with full employment. We can certainly see the trends in the Eurozone where six years after the crisis, recovery is still anemic despite pursuing of the expansive monetary policy. After real growth in the euro area of 2.3% in the period 1995-2007, the average GDP growth of only 1.7% is estimated in the period 2014-2030. Having in mind that recent referent projections (IMF, EIU) for real GDP growth are only 0.8% in 2014 and 1.2% in 2015, these projections are perhaps optimistic. The real concern is slow growth in the decades to come. Main four barriers to growth are demographics, education, inequality, and government debt. Namely, rising dependency ratios, tougher financial regulation, debt overhang, and poor productivity growth are exerting downward pressure on economic growth and equilibrium real interest rates. In spite of that, there is a significant scope to increase the efficiency of financial intermediation in the euro zone and that the potential for structural reforms remains much greater than in other advanced economies. We need policies that stimulate productivity growth and raise labor-force participation by boosting persistent investment demand. It is important to conduct a prolonged countercyclical fiscal policy and revise the European Fiscal Stability Treaty.

Key words: secular stagnation, euro zone, crisis, economic growth, fiscal policy, interest rates.

1) УВОД

Шта је секуларна стагнација?

Дуго трајање Велике рецесије и потреба да се нешто учини тим поводом подстакли су Ларру Суммерса да поново употреби термин “*secular*

¹ Институт за европске студије, Београд. Е-маил: goranvnkolic@gmail.com.

stagnation” крајем 2013. По По Самерсу (*Summers*) “*new secular stagnation hypothesis*”, указује да макроекономска политика онаква каква је данас структурирана тешко да може да одржи пуну запосленост и потенцијални ниво производње, а да би се постигли ти циљеви цена ће морати да буде плаћена кроз финансијску стабилност. Поред Самерса и други угледни економисти (као што су Пол Кругман (*Paul Krugman*), Оливије Бланшар (*Olivier Blanchard*), Бери Ајхенгрин (*Barry Eichengreen*) у бројним анализама баве се могућим солуцијама за санирање овог горућег проблема.² Секуларна стагнација је ситуација када су потребне негативне реалне каматне стопе да би се изједначила штедња и инвестиције уз пуну запосленост. Тренутно можемо видети такве знаке у Еврозони, где је шест година након кризе опоравак врло слаб, упркос експанзивној монетарној политици.

Наиме, Еврозона је након раста реалног ГДП од 2,3% у периоду 1995-2007³, дошла у стање фактичке стагнације.⁴ Наиме, стопе привредне активности у 2014. у односу на 2008. практично је непромењена, односно још увек је мања за 0,9%. Оно што је обесхрабрујуће су процене према којима ће просечни раст реалног ГДП 2014-2030. износити скромних 1.7%.⁵ Имајући у виду да је недавне референтне пројекције (ММФ, ЕИУ) реалног раста од само 0,8% у 2014. и 1,2% (односно 1,3%) у 2015, ова пројекција је можда и оптимистична. ММФ (2014) процењује да ће просечни економски раст у Еврозони износити 1,3% у периоду 2014-2019, што се тренутно чини оптимистичном прогнозом. Истовремено, много боље резултате бележи САД, које су имале просечан раст ГДП од 3.2% у периоду 1995-2007, док пројекције за период указују да ће раст износити још увек солидних 2,4% (*Crafts*, 2014).

Главни проблем је очекивани спор раст у наредним деценијама. Главне четири баријере расту су: демографија, образовање, неједнакост те високи јавни дугови. Раст броја пензионера уз пад учешћа запослених у укупној популацији, претерана финансијска регулатива, превелика задуженост држава, те скроман раст продуктивности врше притисак на економски раст и равнотежни ниво реалних каматних стопа. Индикативно је да је рацио

² Coen Teulings & Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, A VoxEU.org eBook 2014, 15/08/ 2014.

³ Истовремено, запосленост у периоду 1995-2007. је расла по стопи од 1.3%, а ГДП по раднику 1.0% просечно.

⁴ Просечна стопа раста у деценији пре кризе (1999-2008) износила је 1,9% (ИМФ, 2014).

⁵ Процене за раст запослености су тек 0.2%, док би ГДП по раднику требало да расте 1,5% у периоду 2014-2030.

потенцијалне популације у пензији (они са преко 65 година) према популацији у радном узрасту (од 20 до 64 године) пројектован да се повећа са 24,3% 2000 на 35,4% 2025, те на чак 57,5% 2100. године, што ће учинити социјални систем знатно раније тешко одрживим. Рикардо Кабалеро (*Ricardo Caballero*) и Емануел Фари (*Emmanuel Farhi*) наглашавају да је секуларна стагнација последица “*safety trap*”, што практично значи вишак штедње која не може да нађе продуктивну инвестициону алокацију у периоду дефицита агрегатне тражње. Ипак, Гордон (*Gordon*) (2014) сматра да је спор раст последица структурних фактора, док Самерс (*Summers*) (2014) узрок види у дефициту агрегатне тражње, односно у веома ниским реалним каматним стопама (која су у паду од 1994. до данас, када су блиске нули, како у Еврозони, тако и у САД). Паду реалним каматних стопа у великом мери је кумовала и врло ниска инфлација.

II) КОНТРОВЕРЗЕ У ПОГЛЕДУ РЕЦЕПАТА ЗА ИЗБЕГАВАЊЕ СЕКУЛАРНЕ СТАГНАЦИЈЕ

На питање како избећи секуларну стагнацију два главна решења која није лако спровести су: смањивање трошкова капитала и подизање продуктивности (Химено, Сметс и Јангу) (*Jimeno, Smets and Yiangou, 2014*). Поред тога, постоји значајан простор да се повећа ефикасност финансијског посредовања, док је и потенцијал за структурне реформе у Еврозони и даље већи него у другим развијеним економијама. Потребна је политика која ће стимулирати раст продуктивности и повећање континента радне снаге, пре свега повећањем инвестиционе тражње. Монетарна политика сама не може решити проблем тако што ће негативно утицати на финансијску стабилност и евентуално пуцање мехура на тржишту актива. Оно што владе могу уради да ублаже дефлаторне притиске од раздуживања приватног сектора је да позајмљује и повећава потрошњу, посебно на инфраструктурне пројекте. То, поред осталог, значи и ревидирање Европског пакта за стабилност. Наиме, одредбе о фискалном дефициту од 3% ГДП те јавном дугу од 60% ГДП свакако ће морати да буду разматране и вероватно постављене на флексибилнијим основама. Контра-циклична фискална политика чини се неизбежним елементом решења. Оно што није спорно је да је потребна економска политика која ће стимулирати раст продуктивности и подићи “*labour-force participation*”, уз подизање инвестиционе тражње. Онда се поставља логично питање: ако су потребне позитивне каматне стопе зашто не подићи инфлациони таргет на нпр. 4%, што сугеришу Кругман (2014) и Бланшар (2010). Негативно искуство Немачке са хиперинфлацијом 1923.

тешко да је јак аргумент данас. Улога “*asset bubbles*” као неодрживог елемента конструкције који је довео до кризе 2008. чини се да није спорма. Економисти се плаше да би секуларна стагнација, моментално одгођена новим ‘ассет бубблес’ могла поново доћи. Кензијанци аргументују у прилог тражње, тј заговарају проактивну фискалну политику и циљу опоравка. Шумпетеријанци (*Schumpeterians*) верују да је неопходна сила креативне деструкција континуирано била скрајњута. У САД је “*liquidity-generating machine*” инфлационирано вредност актива и подстакло снажна раст (уз неодрживо повећавање потрошње домаћинстава). Сличан “*bubble-led growth*” процес може се пратити и у Еврозони почетком 2000-их, који је почео са конвергенцијом каматних стопа на периферији Европе онима у Немачкој, са увођењем евра. То је подстакло снажан кредитни бум и увоз, те створило неодржив спољнотрговиснкеи дебалансе (Кануто) (*Canuto*, 2014). У Фискалном Монитору ММФ направљени су сценарији у којима јавни дугови земаља ЕУ падају на 60% ГДП у складу са Фискалним пактом ЕУ. Просечни примарни фискални дефицит (без камата) у деценији 2020-2030 би тада био 5.6% за Ирску, 6.6% за Италији, 5.9% за Португал, 4% за Шпанију, 7.2% за Грчку. Иначе, истраживачи на Кил институту (*Kiel Institute*) дошли су до закључка да емпиријски подаци указују да је веома тешко смањити удео јавног дуга у ГДП када је неопходно да примарни суфицит буде већи од 3% (или 5%) ГДП. Аутори користе узорак од 54 земље у периоду 1974-2013, да би увидели које су економске и политичке варијабле повезане са одржавањем тако високих и трајних фискалних примарних суфицита. У посматраном узорку постоји 15% таквих епизода, тј. када је примарни суфицит већи од 3% и траје 5 година. Иако су се примарни суфицити дешавали у прошлости они су увек били повезани са ексцепционалним околностима. Нпр. примарни суфицити од најмање 4% ГДП у најмање 10 година постојали су у случајевима: Белгија од 1995, Ирска од 1991, Норвешка од 1999, Сингапур од 1990, Нови Зеланд од 1994. Међутим, у питању су углавном мале отворене економије, а код Белгије је то било повезано са специјалним условима, односно жељом да достигну “*Maastricht convergence criteria*” (норвешки успех је био изазван експлатацијом нафте). Реално је да то тешко поновити. Закључак је да да би јавни дуг земаља ЕУ био одржив те државе би морале да имају дуги низ година високе примарне фискалне суфиците, али да је то тешко могуће Ајхенгрин и Паница (*Eichengreen & Panizza*, 2014). Харфорд (*Harford*) (2014) потенцира да ће будући раст бити лимитиран све старијом популацијом, и могуће и технолошком стагнацијом, тако да секуларна стагнација може постати „нова нормалност“. Како су камате веома ниске централне банке могу остати без

важног инструмента. Наиме, у САД реалне каматне стопе су у просеку износиле 5% током 80-их, 2% у 90-им, те 1% 2000-их. Реалне камате су опадале и у ЕУ у последње две деценије. Ниске камата указују да пуно људи жели да штеди у сигурним активама, док мало њих жели да позајмљује и инвестира. Наравно, као циљ се намеће промена односа понуде и тражње, односно подстаћи тражњу и инвестиције, где су додатни проблем и тренутне мере штедње. Постоји једноставна алтернатива, наравно са одређеним ризицима: подићи инфлацију на 4%. Али то се неће десити, посебно не у Еврозони, којој је инфлација највише потребна. Немци исувише добро памте хиперинфлацију 1923. и каснији нацизам.

III) ТРЕНУТНЕ ПЕРСПЕКТИВЕ ЕВРОЗОНЕ

У заједничкој изјави Међународног монетарног и финансијског комитета, руководећег тела ММФ-а, објављеној после јесењег заседања ММФ-а и Светске банке од 10. до 12. октобра у Вашингтону, истакнуто је да се наставља опоравак после кризе која је избила 2008, али слабије и неуравнотеженије од очекиваног. ММФ се заложио за одлучне и амбициозне мере ради подршке расту светске привреде (јачање тражње, најважније структурне реформе, спречавање неконтролисаног раста државних дугова, гарантовање финансијске стабилности, јачање сарадње ради спречавања преливања негативних тенденција из једних земаља и региона у друге) изразивши наду да владе неће гушити раст смањујући буџетске расходе, што се имплиците превасходно односи на земље Еврозоне. Поред тога, неортодоксна је препорука ММФ да убрзавању раста и отварању нових радних места могу допринети инвестиције у инфраструктуру. Иначе, ММФ је трећи пут снижио прогнозу раста светске привреде за 2014, са 3,4 на 3,3%. Низ земаља суочава се са перспективом ниског или спорог раста, при чему је неприхватљиво висока незапосленост. Заседању ММФ-а и Светске Банке претходили су разговори министара финансија и гувернера националних банака Групе 20 развијених и земаља у развоју, на које отпада 85% светске привреде. Индикативно је да је министар финансија САД, у коментару имплицитно упућеном Немачкој, рекао да европске земље са спољним суфицитима и фискалном флексибилношћу треба да учине више како би решавали слабљење тражње које спутава раст (наиме, Немачка годинама има огроман трговински суфицит).⁶ *Economist Intelligence Unit* (2014) је

⁶ "World Finance Chiefs Outline Steps to Spur Growth, Boost Jobs", IMF Survey Magazine: In the News, Internet, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2014/NEW101114A.htm>.

снizio пројекцију раст ГДП Еврозоне на 0,8% у 2014 (са 0,9%) те на 1,2% у 2015 (са 1,3%). Прогноза кретања евро према долару сада износи 1,27 за 2015 (претходна је била 1,3), где чак постоји и ризик од јачег долара услед очекиваног лабављења монетарне политике у Еврозони и рестриктивније политике ФЕД-а. У складу са проценама ММФ (2014) раст ГДП еврозоне износиће само 0,8%, а инфлација тек 0,9% у 2014. ММФ указује да су потребне “*large-scale infrastructure investments*”, финансиране и позајмицама, како би се подстакао раст. ММФ све више притиска еврозону да релаксира ригидне мере штедње. ММФ упозорава да би еврозона могла поново пасти у рецесију, уколико не буду предузети кораци да се то спречи. ММФ потенцира да је рецесију могуће избећи ако земље које бележе буџетски суфицит, као и оне са дефицитом, буду доносиле праве одлуке. Уз растућу претњу од дефлације и пад индустријске прозиводње, чак и у највећој европској привреди - Немачкој, могући су и лошији привредни резултати од пројектованих. Сматра се да се само „скроман део“ економског успоравања Еврозоне може приписати кризи у Украјини и санкцијама ЕУ и САД Москви. Главни економиста ММФ-а Оливије Бланшар упозорио је да би дуготрајна економска слабост еврозоне могла да представља велики проблем за светску привреду. Иначе, централна тема октобарског састанка ММФ била је слабост Еврозоне. У другом кварталу 2014. ГДП Еврозоне је још увек испод просечног нивоа у 2007 (за око пола процента). Када је у питању реална домаћа тражња, она је у Еврозони за чак 5% нижа него у првом тромесечју 2008, док је стопа незапослености виша за 5 процентих поена. Инфлација у септембру 2014. износи само 0,4%. Недостатак тражње је чини се главним проблемом Еврозоне. Номинална тражња расла је само 2% у шест година од почетка кризе, док су кредитни канали практично блокирани. Циклично прилагођен фискални дефицит у Еврозони пао на је на 1,4% у 2013, те на само 0,9% у 2014, а истовремено немачки суфицит текућих трансакција платног биланса износи 8% ГДП. Чини се да кативно коришћење фискалне политике остаје једини инструмент за борбу против могуће рецесије Вулф (Wolf, 2014). Међу економистима није спорно да економији Еврозоне треба подстицај. Једни се залажу за фискалне стимулансе док други виде агресивнију монетарну политику (“*quantitative easing*”) као решење. Додатни проблем су разлике између привреда Еврозоне. Проблем са “*quantitative easing*” је, да иако у значајној мери не повећава ризик нове финансијске кризе подстичући снажан неодржив раст цена актива, као што је случај у САД, не може много повећати тражњу. Иначе, подршка за фискални стимуланс постоји широм ЕУ, осим у Немачкој. Како се шеф ЕЦБ, Драги (Draghi), залаже за исто али уз поштовање

‘фискалних правила’, то имплицитно значи да би Немачка требало да има експанзивнију фискалну политику (Смитерс) (Smithers, 2014). Након забринутости да глобални економски опоравак не напредује, почетком октобра 2014 европски берзански индекс *Stoxx Europe 600* пао је на најнижи ниво од маја 2012 (*Index Stoxx 600* опао је 8,1% од 10. јуна, када је достигао највиши износ у последњих шест година). Док Драги понавља да је спреман да прошири биланс централне банке за чак 1000 милијарди ЕУР, директор Бундесбанке, Јенс Вајдман наводи да та вредност још није договорена, и очигледно није за такав обим експанзије ликвидности. Шеф ЕЦБ, Марио Драги очекује да ће доћи до опоравка, премда по скромним стопама, истакнувши опасност од дефлације у Еурозони. Отежавајућа је околност да су у Немачкој извоз, индустријска производња и наруџбине у августу 2014. пали по највећим стопама још од 2009.

IV) ПРОЈЕКЦИЈЕ СРЕДЊОРОЧНОГ ЕКОНОМСКОГ РАСТА ЕВРОЗОНЕ

Пројектовани низак потенцијални раст остаће главни средњорочни ризик за Еврозону, и то упркос веома ниским каматних стопама. Наставака врло ниске инфлације или чак дефлације отежава раст ГДП и одрживост јавног дуга земаља Еврозоне (ММФ, 2014а).

На табели 1. дати су подаци и пројекције главних економских индикатора за Еврозону (ММФ, 2014). Оно што је еклатантно, то су пројектоване врло ниске стопе раста у наредном петогодишту.

1. : 2007-2019.
()

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Раст ГДП | 3.0 | 0.37 | -4.5 | 1.9 | 1.6 | -0.6 | -0.4 | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| ГДП, текући долари | 12,406 | 13,636 | 12,451 | 12,188 | 13,140 | 12,219 | 12,753 | 13,241 | 13,466 | 13,945 | 14,500 | 15,055 | 15,636 |
| ГДП ППП, % у глобалном | 22.692 | 22.224 | 18.839 | 19.186 | 19.646 | 18.444 | 17.760 | 17.989 | 18.139 | 18.421 | 18.661 | 18.866 | 19.096 |
| инвестиције, % ГДП | 23.861 | 22.435 | 20.218 | 20.811 | 21.405 | 21.588 | 21.628 | 21.610 | 21.695 | 21.916 | 22.113 | 22.364 | 22.563 |
| просечна инфлација | 3.095 | 1.628 | 0.917 | 2.211 | 2.756 | 2.219 | 0.846 | 0.472 | 1.030 | 1.263 | 1.320 | 1.551 | 1.479 |
| увоз роба, волуме, стопа раста | 6.729 | 0.801 | -12.595 | 11.308 | 6.566 | 2.239 | 1.845 | 3.541 | 4.337 | 4.676 | 4.694 | 4.705 | 4.697 |

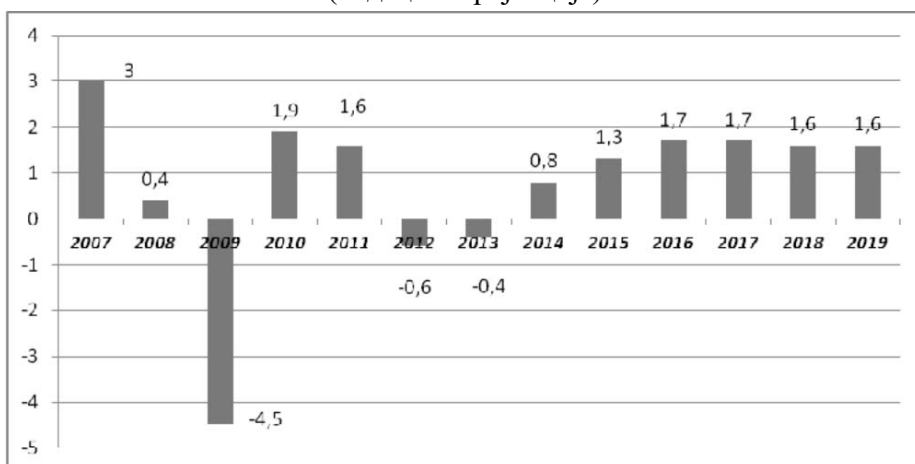
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| извоз роба, волуме, стопа раста | 0.402 | -1.538 | 3.306 | -2.245 | -2.334 | -0.340 | 0.770 | -0.377 | -0.299 | -0.144 | -0.183 | -0.081 | -0.081 |
| стопа незапослености | 110.214 | 111.362 | 109.178 | 108.613 | 109.030 | 108.215 | 107.358 | 107.808 | 108.631 | / | / | / | / |
| стопа запослености | 46.147 | 45.934 | 45.919 | 45.868 | 46.344 | 47.204 | 47.714 | 47.645 | 47.360 | 47.331 | 47.315 | 47.260 | 47.193 |
| нето јавни дуг, % ГДП | 66.463 | 70.338 | 80.214 | 85.932 | 88.301 | 92.925 | 95.168 | 96.445 | 96.145 | 94.741 | 92.889 | 90.733 | 88.246 |
| дефицит текућих транс. (% ГДП) | 0.027 | -1.557 | -0.132 | 0.107 | 0.127 | 1.401 | 2.372 | 1.956 | 1.949 | 1.919 | 1.844 | 1.864 | 1.842 |
| нето СДИ, млрд долара | -171.0 | -357.1 | -347.6 | -106.4 | -331.9 | -122.6 | -146.4 | / | / | / | / | / | / |

Извор: ММФ (2014), база података из октобра 2014.

Међу развијеним земљама посебно је спор просечан раст 2000-2013. имала Евразона. Наиме, структурни трендови у Европи су слаби још од средине 1990-их, што се најбоље види по успоравању раста *TFP* (*total factor productivity*). Поред тога, кредитни бум који је започео у раним 2000-их довео је погрешне расподела инвестиција и ресурса. Структурне промене су почеле, али званичници ЕУ предвиђају крајем 2013. да ће анемичан раст учинити да стопа незапослености остане рекордна и током 2015, и то услед смањивања трошкова приватног сектора и мера фискалне штедње (Хенон и Британ) (Hannon & Brittain, 2013). У студији Европске комисије (2013) прво је представљен “*do-nothing*” сценарио који би значао просечну стопу раста нешто нижу од 1% просечно у периоду 2014-2023, што је дупло спорије од процењене стопе раста у САД. У другом сценарију, са структурним реформама, које би пре свега подстакле раст ТФП, стопе раста ГДП би биле знатно више. Наиме, процењује се да би просечан раст ГДП износио 1,4 % у раздобљу 2014-2023, после негативног раста 2008-2013. (-0,3 % просечно) и релативно снажног раста 1998-2007. (2,3%). Ипак, потенцијални раст у еврозони у наредних 10 година и даље је знатно нижи од онога процењеног за САД (2,5%). Поређење између еврозоне и САД у раздобљу 1998-2023. с обзиром на потенцијалне стопе раста ГДП показује да су САД биле мање погођене финансијском кризом као и да ће та земља испливати из кризе у бољем положају у односу на еврозону. Након неизбежног реструктурирања у непосредном раздобљу након кризе, САД ће постићи потенцијални раст

сличан ономе пре кризе, док ће потенцијална стопа раста у еврозони бити душло нижа од предкризне. Поменута студија указује да ће еврозона 2023 имати животни стандард у односу на САД који ће бити мањи него у средином 1960-их. Ако се то оствари, животни стандард у еврозони (потенцијални БДП по глави становника) ће бити само око 60% америчког нивоа 2023, а готово 2/3 тог гена у животном стандарду ће бити последица нижег нивоа продуктивности рада, док ће преостала трећина бити услед разлика у коришћењу радне снаге (тј. разлике у броју радних сати по раднику и стопа запослености). Након што је, после посебно интензивног раста 60-их и 70-их, средином 1990-их доспела на готово 90% америчког ниова по продуктивности рада, еврозона је погоршала свој резултат за пуних 10 процентних поена до 2013, да би пројектовани пад износио додатних 6 процентних поена до 2023. (на 73 % нивоа продуктивности рада у САД).

1. 2007-2019.
(подаци и пројекције)



Извор: ММФ, 2014.

Када су у питању средњорочне пројекције, процена портала *Economy Watch* је да ће 2018. глобални ГДП износити 97,598 млрд текућих долара, док ће раст те године износити 4,5%. Исте године ГДП САД ће износити 21,101 млрд долара, Еврозоне 14,251, а Кине 14,941 млрд. долара. Процене *Goldman Sachs Asset Management* су да ће Кина остварити просечни раст ГДП од 7,5% у другој деценији 21. века, док ће просечан глобални раст бити 4,1%, уз просечни раст ГДП САД од 2,5% и еврозоне од 1,5%. ОЕЦД

предвиђа да ће глобални раст износити просечно 3,6% у раздобљу 2012-2017. Од тога ОЕЦД земље ће раст скромних 2,3% а остале 6,9%; раст еврозоне је процењен на 1,7%, Кине на 8,8%, а САД на 2,7% (ОЕЦД, 2012). У извештају *Itau BBA* и *Itau Unibanco* дате су глобалне економске пројекције за период 2014-2020. Процењује се да ће потенцијал раста економије САД између 2014. и 2020 бити 2,1% (потенцијални раст ће успоравати услед споријег прираста радне снаге, нижег раста капиталног стока на 2,8% са 3.7%, те мањег повећања ТФП од 0,6% са 0,7% 2014-2020). У истом периоду еврозона ће остварити просечну стопу раста од 1,1%, захваљујући расту капиталног стока од 1,8% годишње и ТФП од 0,6% годишње услед већих инвестиција (Рапоза) (*Rapoza*, 2012). У сваком случају, Европа још има шансе да се спасе од јапанске изгубљене декаде, односно стагнације и дефлације. Ако се деси јапански сценарио у Европи би то значило и социјалне и политичке побуне. Вероватан је и распад Еврозоне и саме ЕУ. Три кључне ставке “*Abenomics*”: агресивна монетарна политика, фискална експанзија и структурне реформе су неизбежне. Судаћи по говору Марија Драгија, шефа ЕЦБ на Џексон Холу (*Jackson Hole*) августа 2014, ово би се могло и десити (Калецки) (*Kaletsky*, 2014).

V) ИЗВОРИ

- Buitter, Willem, “Secular stagnation risk for EU and Japan”, *Financial Times*, 23.12.2013.
- Canuto, Otaviano “Secular Stagnation: A Working Pair of Scissors Needs Two Blades”, *Huffington Post*, 12.3. 2014, Internet, http://www.huffingtonpost.com/otaviano-canuto/secular-stagnation-a-work_b_4949400.html?view=print&comm_ref=false
- Crafts, Nicholas, “Secular stagnation: US hypochondria, European disease?”, in: *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*. A VoxEU.org eBook 2014, p. 94.
- Economist Intelligence Unit (2014), Internet, <http://www.gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=gef&articleId=1192287303&secID=2>
- Eichengreen, Barry & Panizza, Ugo, “Can large primary surpluses solve Europe’s debt problem?” 30.07.2014, Internet, <http://www.voxeu.org/article/can-large-primary-surpluses-solve-europe-s-debt-problem>
- “Quarterly Report on the Euro Area”, Volume 12 n. 4, European Commission, European Union, 2013, pp. 9-14, Internet, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2013/pdf/qrea4_en.pdf
- Gordon, Robert, “Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds”, NBER Working Paper 18315, 2012.

- Hannon, & Brittain, “EU Expects Sluggish Growth, High Unemployment to Persist”, *The Wall Street Journal*, 5.11.2013, retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304391204579179161059761256>
- Harford, Tim, “Why inflation remains best way to avoid stagnation”, *Financial Times*, 21.08. 2014.
- “(Legacies, Clouds, Uncertainties). Global Growth Disappoints, Pace of Recovery Uneven and Country-Specific” *World Economic Outlook*, IMF, 7.10. 2014.
- Juan F. Jimeno, Frank Smets and Jonathan Yiangou, “Secular stagnation: A view from the Eurozone” in: *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*. A VoxEU.org eBook 2014, pp: 154-159.
- Kaletsky, Anatole, “Whats Europe s best hope for avoiding a second euro crisis?” 29.08.2014.
- Krugman, Paul, “Inflation Targets Reconsidered”, Paper presented to ECB Forum, Sintra Portugal, 2014.
- “Medium and Long-Term Scenarios for Global Growth and Imbalances”, *OECD Economic Outlook*, Volume 2012/1, Internet, <http://www.oecd.org/berlin/50405107.pdf>, p. 200.
- Rapoza, Kenneth, “Global Growth Forecast 2020”, 2012, Internet, <http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2012/03/26/global-growth-forecast-2020>
- Smithers, Andrew, “The Euro zone and quantitative easing”, *Financial Times*, 8. 10.2014, Internet, <http://blogs.ft.com/andrew-smithers/2014/10/the-eurozone-and-quantitative-easing/>
- Summers, Lawrence (2014). “Washington must not settle for secular stagnation”, *Financial Times*, 5.1. 2014, Internet, <http://www.ft.com/cms/s/2/ba0f1386-7169-11e3-8f92-00144feabdc0.html#ixzz2pjNp5GZd>
- Teulings, Coen & Baldwin, Richard, “Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures”, *A VoxEU.org eBook* 2014.
- Wolf, Martin (2014). “Europe has to do whatever it takes”, *Financial Times*, 9.10. 2014. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4aa8cafe-3749-11e4-8472-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3DOA31UBI>