

Риск стагнации

Хьюидань Линь

Сохраняющиеся экономические проблемы делают зону евро уязвимой для затяжного периода вялого экономического роста

С начала мирового финансового кризиса реальные объемы производства в зоне евро не успевали за ростом населения. В результате этого рост производства в пересчете на душу населения приостановился, и в данный момент объем производства в зоне евро составляет всего 40 000 долларов США на душу населения, что с учетом разницы в ценах, приблизительно на 16 000 долларов США меньше, чем в США. Это самый существенный разрыв с 1991 года, когда появился Экономический и валютный союз (см. рис. 1).

Евро зона — не единственное место, где кризис оставил шрамы. Ожидается, что в странах с развитой экономикой в целом потенциальный объем производства (максимальный объем товаров и услуг, который экономика страны способна производить при полной загрузке производственных мощностей) будет расти лишь незначительными темпами и останется ниже докризисного уровня на протяжении следующих пяти лет (ИМФ, 2015).

Это ухудшение среднесрочных перспектив роста вызывает особую тревогу в отношении зоны евро с учетом высокого уровня безработицы и долга государственного и частного секторов в некоторых государствах-членах. Более того, после нескольких лет вялого роста осталось мало пространства для политического маневра. Высокий уровень безработицы и долга, а также ограниченные возможности по выработке директивных решений делают зону евро уязвимой перед шоками, которые могут привести к затяжному периоду слабого экономического роста, часто называемого «стагнацией».

Более низкий рост на более длительную перспективу

Хотя потенциальный объем производства не поддается наблюдению, он может быть примерно рассчитан с использованием производственной функции — экономической модели, которая позволяет определять объем производства страны, исходя из основных факторов производства (труд и капитал) и эффективности их использования. Если применить данный метод расчета к еврозоне, полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что перспективы наращивания факторов труда и капитала, а также их более эффективного использования остаются слабыми. В результате ожидается, что темпы роста зоны евро в условиях полной загрузки производственных мощностей возрастут лишь незначительно с 0,7 процента в 2008–2014 годах до приблизительно 1,1 процента в 2015–2020 годах, что существенно ниже среднего уровня 1,9 процента в период с 1999 по 2007 год.

Более того, доля пожилых людей в общей численности населения увеличивается, в то время как доля населения трудоспособного возраста (с 15 до 64 лет) сокращается. Поскольку склонность к участию в рабочей силе, как правило, начинает снижаться после 50 лет, средний коэффициент участия в рабочей силе падает. В то же время ожидается, что основной капитал будет расти медленными темпами. Объем основного капитала растёт, когда объем новых инвестиций превышает темпы износа этого капитала (амортизации). В зоне евро такого не происходило, поскольку начиная с 2013 года инвестиции предприятий росли умеренными темпами

Граффити на стенах заброшенной шляпной фабрики, Порту, Португалия.



и вышли на уровень 2008 года только в 2015 году (см. рис. 2). Иными словами, зона евро продолжает испытывать негативное влияние недостаточности трудовых ресурсов и инвестиций.

Евразона также страдает от низких темпов роста производительности (то есть объем производства в пересчете на человеко-час). Согласно эмпирическим исследованиям, растущее отставание от показателей производительности в США в основном объясняется медленным повышением эффективности использования труда и капитала в зоне евро, в частности, в секторе услуг. Более медленный рост эффективности и производительности в секторе услуг, в свою очередь, отражает запоздалое внедрение и распространение информационно-коммуникационных технологий. В отличие от США, где объем производства в пересчете на одного работника сферы услуг превзошел докризисный пиковый уровень, рост в зоне евро был постепенным, а показатель производительности в таких странах, как Германия и Италия, по-прежнему не достиг верхнего докризисного уровня.

Более того, повышение эффективности использования труда и капитала в США, скорее всего, в будущем будет замедляться, что, вероятно, повлияет на другие страны с развитой экономикой (IMF, 2015). Кроме того, внедрение и продвижение инноваций требует гибкости и приспособляемости. Без принятия оперативных мер по разрешению структурных проблем в зоне евро, таких как трудности, связанные с увольнением работников или сокращением заработных плат, а также деловая среда, не благоприятствующая созданию новых предприятий, возможны задержки в распространении новых технологий.

Наследие кризиса остается

Некоторые проблемы, такие как высокий уровень безработицы и большой долг государственного и частного секторов, существовали еще до кризиса. Хотя возврат к умеренному росту должен в определенной степени способствовать решению этих проблем, в отсутствие решительных мер политики, направленных на улучшение перспектив роста и активизацию инвестиций, безработица и долг будут по-прежнему тормозить экономический рост. Высокий уровень долга может сдерживать привлечение новых инвестиций, а высокий уровень безработицы может препятствовать развитию человеческого капитала (например, по причине отсрочки инвестиций в образование и здравоохранение).

Уровень безработицы в зоне евро остается высоким, особенно среди молодежи и долговременных безработных, что увеличивает риск утраты навыков и хронически высокого уровня безработицы. Несмотря на недавнее улучшение ситуации уровень безработицы по-прежнему превышает 10 процентов в зоне евро и находится на значительно более высоких уровнях в отдельных странах, достигая, например, почти 25 процентов в Греции. Свыше половины безработных в зоне евро не имели работы уже более 12 месяцев; доля таких безработных колеблется от низкого уровня порядка одной четверти в Финляндии до почти трех четвертей в Греции. Высокий уровень безработицы среди молодежи также может привести к появлению «потерянного поколения» работников.

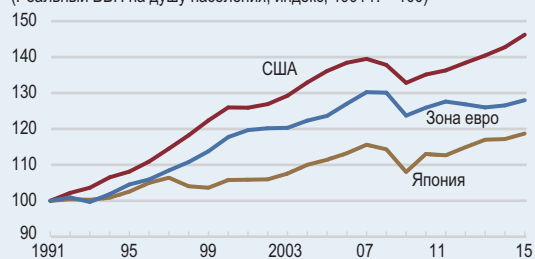
В среднесрочной перспективе прогнозируется, что так называемый естественный уровень безработицы (уровень, при котором спрос и предложение трудовых ресурсов находятся в состоянии равновесия, а колебания показателей занятости и оплаты труда не создают инфляционного давления) будет по-прежнему превышать кризисный уровень в Италии и снижаться чрезвычайно медленными темпами во Франции. Как ожидается, естественный уровень безработицы будет снижаться в Испании, но на протяжении следующих пяти лет он все же предположительно будет оставаться на уровне выше 15 процентов. Согласно одному сценарию в отношении всей зоны евро, исходя из исторических зависимостей между показателями объема производства и уровня безработицы, для приведения уровня безрабо-

Рисунок 1

Отставание

Разрыв между объемами производства в расчете на душу населения в зоне евро и США достиг максимального значения с момента возникновения европейского Экономического и валютного союза в 1991 году.

(Реальный ВВП на душу населения, индекс, 1991 г. = 100)



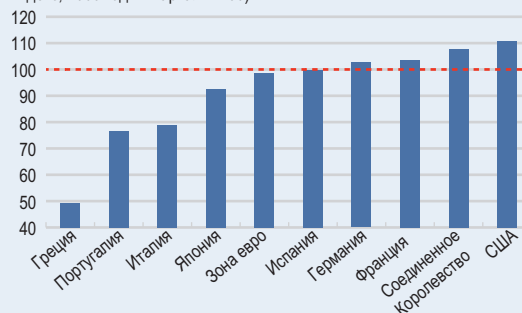
Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; и расчеты автора. Примечание. Реальный ВВП соответствует номинальному ВВП с поправкой на инфляцию.

Рисунок 2

Медленное восстановление

Инвестиции, кроме строительства жилья, в зоне евро вернулись к своим докризисным уровням только в конце 2015 года.

(Чистые инвестиции, кроме строительства жилья, 2015 год: IV квартал; индекс, 2008 год: I квартал = 100)



Источники: Евростат; расчеты автора.

тицы в соответствие со средними показателями 2001–2007 годов при отсутствии устойчивой активизации роста может потребоваться приблизительно четыре года. На это уйдет еще больше времени в случае стран с более высокими уровнями безработицы и/или более низкими темпами роста (таких как Греция, Испания, Италия и Португалия). Действенная реализация проводимых структурных реформ может сократить этот промежуток времени за счет ускорения потенциального роста и/или повышения гибкости практики найма с учетом изменений в темпах роста.

Помимо высокого уровня долга государственного сектора, из-за которого странам труднее прибегать к инструментам бюджетных расходов и налоговой политики для целей стимулирования роста экономики, долг частного сектора должен быть еще больше сокращен для создания условий для новых инвестиций. Отношение долга к собственному капиталу нефинансовых предприятий снизилось в большинстве стран зоны евро в результате того, что предприятия погасили долги по кредитам. Однако во многих случаях сокращение долга сопровождалось свертыванием инвестиций, резким ростом сбережений и более высоким уровнем безработицы. Согласно исследованиям МВФ, во время прежних эпизодов значительного сокращения долга предприятий в среднем две трети от объема прироста долга, приходившегося на период кредитного бума, впоследствии были сокращены (IMF, 2013). Если сокращение долга

в зоне евро будет проходить по схожей траектории, предприятиям понадобится длительный срок для погашения своих долгов, что может существенно отсрочить восстановление инвестиционной активности. В некоторых странах зоны евро от высокого уровня долга страдают также домохозяйства. Хотя показатели отношения долга домохозяйств к ВВП снизились на 10–20 процентных пунктов в странах с высоким уровнем долга, они по-прежнему значительно превышают уровни, предшествовавшие периоду бума, что повышает вероятность того, что долг будет продолжать ограничивать потребительские расходы в течение еще некоторого времени.

Защита от шоков

Базисный прогноз в отношении зоны евро по-прежнему предполагает сниженные темпы роста и уровень инфляции в среднесрочной перспективе. Это отражает последствия высокой безработицы, тяжелой долговой нагрузки и слабых балансов, подавляющих спрос, а также долговременных структурных недостатков, таких как негибкость рынка труда и чрезмерная защищенность рынка продукции, которые угнетают потенциальный рост. Более того, эти факторы взаимосвязаны: замедление потенциального роста осложняет задачу сокращения долга, а высокий уровень безработицы и низкий объем инвестиций негативно влияют на уровень накопления капитала и замедляют потенциальный рост.

Ухудшение среднесрочных перспектив делает зону евро чувствительной к негативным шокам, таким как очередной спад мировой экономики, что может ввергнуть экономику стран в состояние стагнации, поскольку у них будут связаны руки из-за неспособности реагировать с помощью мер макроэкономической политики (таких как снижение налогов и/или рост расходов). Более того, нерешенные проблемы, оставшиеся со времен кризиса, могут усилить воздействие таких шоков. Например, рынки могут пересмотреть свой взгляд на устойчивость стран с высоким уровнем долга; вызванный этим рост стоимости заимствования может, в свою очередь, повысить риск возникновения спирали долга и дефляции.

Экономическая модель, используемая для моделирования воздействия шоков на зону евро, основана на нескольких допущениях: процентные ставки равны нулю, возможности денежно-кредитной политики по стимулированию экономики практически исчерпаны, а высокий уровень долга ограничивает возможности применения мер налогово-бюджетной политики, кроме автоматических стабилизаторов, таких как пособия по безработице.

В данном сценарии некоторые события, такие как усиление геополитической напряженности, возникновение политического кризиса внутри Европейского союза или снижение ожидаемых темпов роста, могут неожиданно подорвать доверие инвесторов. За этим последует снижение котировок акций, а также 25-процентное снижение темпов роста инвестиций (с 2 процентов до 1,5 процента в год) относительно базисного прогноза. Это приведет к росту показателей отношения государственного долга к ВВП на различные значения внутри зоны евро в зависимости от уровней долга отдельно взятых стран. Обеспокоенность участников рынков относительно устойчивости долга также усилится в большей мере в отношении стран с задолженностью. Процентные ставки по государственному и корпоративным бумагам возрастут на целый процентный пункт в Греции, Ирландии, Испании, Италии и Португалии, подобно росту доходности по 10-летним суверенным облигациям Испании в конце июня и начале июля 2012 года.

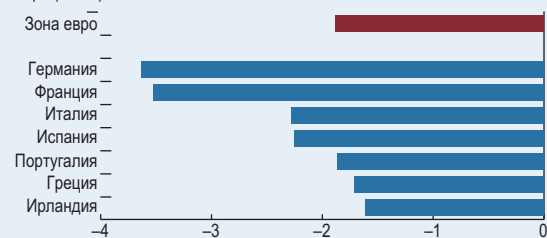
Эти результаты подчеркивают уязвимость зоны евро по отношению к замедлению роста. К 2020 году уровень производства зоны евро будет почти на 2 процента ниже, чем в базисном сценарии. В результате для того чтобы производство в экономике достигло полного потенциала, потребуется на три-четыре года больше по сравнению с базисным сценарием. Произойдет уве-

Рисунок 3

Хуже базисного сценария

Шок инвестиций в зоне евро существенно замедляет экономический рост по сравнению с базисными прогнозами.

(Общее снижение роста к 2020 году по сравнению с базисным сценарием, в процентах)



Источник: расчеты автора.

Примечание. В основе результатов лежит экономическая модель, используемая для имитации воздействия шоков, таких как усиление геополитической напряженности, политический кризис или снижение ожидаемых темпов роста, на зону евро. В модели делается допущение о сниженном дополнительном воздействии со стороны денежно-кредитной политики и ограниченности возможностей налогово-бюджетной политики, помимо автоматических стабилизаторов, таких как пособия по безработице. Базисный сценарий соответствует прогнозной траектории экономического роста в текущих условиях.

личение стоимости заимствования, особенно в Греции, Ирландии, Испании, Италии и Португалии. Уровень безработицы и показатель отношения государственного долга к ВВП также повысятся. Темпы инфляции снизятся и подтолкнут зону евро в сторону дефляции в краткосрочной перспективе (см. рис. 3).

Снижение уязвимости

Плохие среднесрочные перспективы и ограниченные возможности использования мер экономической политики для стимулирования роста экономики делают зону евро уязвимой перед затяжным периодом вялого роста и низкой инфляции. Чтобы уберечься от этих рисков, потребуется выработка широкого и сбалансированного набора мер экономической политики. Такие меры не должны ограничиваться смягчением денежно-кредитной политики, используемым в качестве основного инструмента стимулирования экономического роста стран евро зоны. Банки, являющиеся оплотом европейской финансовой системы, должны перейти под более жесткий надзор и более активно добиваться списания безнадежных долгов со своих балансов, для того чтобы иметь возможность нарастить объем выдаваемых кредитов. Директивные органы должны способствовать реструктуризации проблемных, но жизнеспособных предприятий для того, чтобы снизить объем долга и позволить им возобновить свою инвестиционную деятельность. Официальные органы также должны провести структурные реформы для повышения уровня производительности и потенциальных темпов экономического роста, а также, при наличии возможностей, увеличить расходы для стимулирования спроса, который будет способствовать экономическому росту. ■

Хьюидань Линь — экономист Европейского департамента МВФ.

В основе настоящей статьи лежит рабочий документ No. 16/9, «Risks of Stagnation in the Euro Area» данного автора.

Литература:

International Monetary Fund (IMF), 2013, «Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area» Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation—Selected Issues Paper, IMF Country Report 13/232 (Washington).

—, 2015, «В каком направлении мы движемся? Взгляд на потенциальный объем производства» «Перспективы развития мировой экономики», глава 3 (Вашингтон, апрель).