

ARTYKUŁY

ZMIANY DEMOGRAFICZNE W STREFIE EURO: PROGNOZY I KONSEKWENCJE



Prognozy dynamiki demograficznej dla strefy euro, podobnie jak dla wielu innych gospodarek uprzemysłowionych, przewidują spadek liczby ludności – ogółem i w wieku produkcyjnym – oraz stopniowe, ale zdecydowane starzenie się społeczeństwa. Zmiany te, wynikające przede wszystkim z niskiej dzietności w powiązaniu z wydłużaniem się przeciętnego dalszego trwania życia, będą mieć dalekosiężne skutki dla gospodarki strefy euro. W pierwszej części artykułu przedstawiono główne punkty najnowszych prognoz demograficznych Eurostatu. Następnie omówiono możliwe konsekwencje prognozowanych zmian demograficznych z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, rynków pracy, finansów publicznych oraz rynków finansowych strefy euro w średnim i długim okresie. Ostatnia część przedstawia potencjalne konsekwencje dla polityki pieniężnej i uzasadnia konieczność przeprowadzenia reform strukturalnych, mających zneutralizować negatywne skutki zmian demograficznych w strefie euro.

I WPROWADZENIE

Niskie wskaźniki dzietności w strefie euro oznaczają spowolnienie przyrostu liczby ludności. Za około 20 lat populacja strefy euro zacznie się kurczyć. Jednocześnie ma się zwiększać udział osób starszych w ogólnej liczbie ludności; po 2020 r. na każde trzy osoby w wieku produkcyjnym będzie przypadać jedna w wieku powyżej 64 lat. Wszystkie te zmiany łącznie będą mieć bardzo poważne następstwa. Wraz ze wzrostem odsetka pracowników w starszym wieku zmieni się na przykład struktura podaży siły roboczej, a cała jej podaż może wręcz spaść, gdy zmaleje liczba osób w wieku produkcyjnym. Proces ten może spowolnić wzrost realnego PKB (ogółem i na jednego mieszkańca), co odbije się na repartycyjnych systemach emerytalnych i systemach opieki zdrowotnej. Starzenie się społeczeństwa może także spowodować zmiany w bilansie oszczędności i inwestycji gospodarstw domowych, co odbiłoby się na cenach aktywów i przepływach kapitału.

Przedmiotem artykułu jest wskazanie głównych aspektów prognozowanych zmian demograficznych w strefie euro oraz ocena ich możliwych skutków ekonomicznych. Przedstawiono w nim także wstępną ocenę potencjalnych konsekwencji z punktu widzenia polityki pieniężnej oraz podkreślono znaczenie reform strukturalnych dla przeciwdziałania niekorzystnym skutkom starzenia się społeczeństw. W zasadniczej części analiza koncentruje się na obecnej dwunastce

państw należących do strefy euro. Wprawdzie w analizowanym okresie (do 2050 r.) do strefy tej przystąpią prawdopodobnie kolejne kraje, ale nie ma pewności co do zakresu rozszerzenia. Przedstawiona poniżej analiza obejmuje kilka scenariuszy rozwoju sytuacji w dziedzinie polityki, choć do 2050 r. na pewno nastąpią zmiany, których nie da się obecnie w pełni przewidzieć. Podsumowując, przedmiotem artykułu jest rozwój sytuacji makroekonomicznej strefy euro w jej obecnym kształcie w następstwie zmian demograficznych.

Dalszy plan artykułu jest następujący: część 2 omawia najnowsze prognozy demograficzne dla strefy euro wraz z przyjętymi założeniami. Przedstawiono je w zestawieniu z prognozami demograficznymi ONZ dla Stanów Zjednoczonych. W części 3 omówiono wpływ przewidywanych trendów demograficznych na wzrost gospodarczy w strefie euro, zgodnie z zasadami rachunkowości wzrostu. Część 4 dotyczy wpływu starzenia się społeczeństwa na wydatki publiczne, w tym szczególnie na systemy emerytalne i opieki zdrowotnej. W części 5 omówiono powiązania między dynamiką zmian demograficznych a sytuacją na rynkach finansowych. Ocena możliwych implikacji dla polityki pieniężnej zawarta jest w ramce. Część 6 opisuje, w jaki sposób reformy strukturalne mogą pomóc w zniwelowaniu niektórych negatywnych skutków prognozowanych zmian demograficznych w strefie euro. Część 7 zawiera wnioski.

2 PROGNOZY DEMOGRAFICZNE

Prognozy demograficzne Eurostatu wskazują, że do 2050 r. tempo przyrostu liczby ludności w strefie euro (a także w całej UE) będzie się stopniowo obniżać¹. Zjawisko to nie będzie się rozkładać równomiernie we wszystkich grupach wiekowych; dotyczy przede wszystkim ludności w wieku produkcyjnym², której liczba ma zacząć spadać od 2012 r. (zob. wykres 1). Oczekuje się jednocześnie dalszego wzrostu liczby ludności w wieku nieprodukcyjnym. Procesy te doprowadzą – *ceteris paribus* – do stopniowego zwiększenia obciążenia ekonomicznego³ w strefie euro, które obecnie wynosi około 50%, a do 2050 r. ma wzrosnąć do blisko 80%.

Wzrost ten będzie wynikał głównie ze zwiększenia obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym⁴, które z obecnego poziomu 26% ma do 2050 r. zgodnie z prognozą zwiększyć się do 55% (zob. wykres 2). Natomiast obciążenie ludnością w wieku przedprodukcyjnym⁵, które w 1970 r. wynosiło prawie 40%, a następnie stopniowo obniżyło się do 24%, ma ustabilizować się na obecnym poziomie.

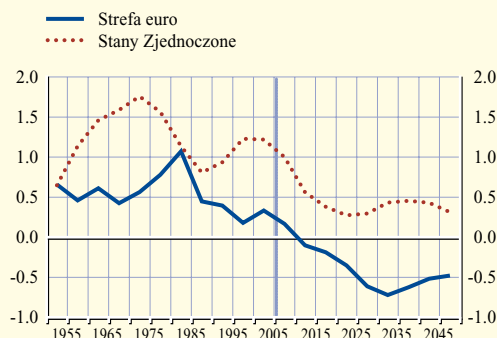
Tak przedstawia się całościowy obraz dla strefy euro. Występują jednak istotne różnice w skali

i tempie procesów demograficznych w różnych krajach. Tabela 1 zawiera zestawienie głównych zmian demograficznych w poszczególnych krajach strefy euro do 2050 r. Jak widać, w niektórych krajach – np. w Niemczech i Włoszech – ma nastąpić gwałtowne obniżenie liczby ludności ogółem oraz liczby ludzi młodych i w wieku produkcyjnym, zaś w innych – np. Irlandii i Luksemburgu – oczekuje się przyrostu liczby ludności. U podstaw tego ostatniego trendu leży już relatywnie wysoki (w Irlandii) lub rosnący (w Luksemburgu) współczynnik dzietności. Natomiast trendem obserwowanym we wszystkich krajach strefy euro jest duży wzrost liczby ludności w wieku lat 65 i wyższym, prowadzący do znaczącego zwiększenia obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym.

Zmiany demograficzne prognozowane dla Stanów Zjednoczonych różnią się pod kilkoma względami od prognoz dla strefy euro (zob. wykresy 1 i 2)⁶. Po pierwsze, w Stanach stopa przyrostu ludności w wieku produkcyjnym ma się stopniowo obniżać – z obecnego poziomu 1% rocznie do około 0,5% rocznie po 2020 r. – ale nie spadnie poniżej zera. Po drugie, ogólny poziom obciążenia ekonomicznego, wynoszący obecnie około 50%, ma wzrosnąć po 2030 r., podobnie jak w strefie euro, ale nie więcej niż do

Wykres 1 Przyrost ludności w wieku produkcyjnym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych – dane historyczne i prognozy (mln EUR, średnie dzienne) a wyniki rynku akcji

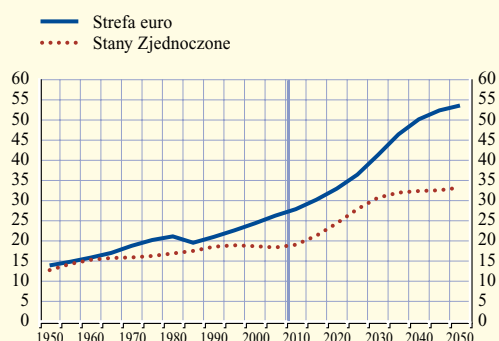
(średnie zmiany roczne, w procentach)



Źródła: obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu i ONZ. Uwaga: ludność w wieku produkcyjnym zdefiniowano jako ludność w wieku między 15 i 64 lata. Stopa wzrostu odpowiada średniorocznej zmianie obliczonej za okres pięciu lat zakończony we wskazanym roku.

Wykres 2 Wskaźnik obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych – dane historyczne i prognozy

(w procentach)



Źródła: obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu i ONZ. Uwaga: wskaźnik obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym zdefiniowano jako liczbę osób w wieku lat 65 i powyżej w stosunku do populacji w wieku produkcyjnym.

Tabela I Transakcje w systemach płatniczych prowadzących rozrachunek w euro
(średnie wartości dzienne w 2005 r.)

(zmiany liczby ludności w procentach, zmiany wskaźników w punktach procentowych)

	Liczba ludności ogółem	Ludzie młodzi (w wieku 0-14 lat)	Ludność w wieku produkcyjnym (w wieku 15-64 lat)	Ludzie starsi (w wieku 65 lat i powyżej)	Wskaźnik obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym	Wskaźnik obciążenia ludnością w wieku przedprodukcyjnym
	Zmiana w procentach między rokiem 2004 i 2050				Zmiana w procentach między rokiem 2004 i 2050	
Belgia	4	-11	-8	67	21	-1
Niemcy	-6	-22	-19	57	25	-1
Grecja	-3	-18	-21	80	34	1
Hiszpania	2	-19	-21	111	41	1
Francja	9	-7	-4	77	21	-1
Irlandia	36	4	16	219	29	-2
Włochy	-7	-25	-24	64	33	0
Luksemburg	42	26	30	124	15	-1
Holandia	8	-9	-4	91	20	-1
Austria	1	-24	-15	95	30	-2
Portugalia	-4	-21	-22	83	34	1
Finlandia	0	-14	-14	73	23	1
Strefa euro	0	-17	-16	75	28	0
Stany Zjednoczone	34	10	24	124	15	-4

Źródła: obliczenie EBC oparte na danych Eurostatu i ONZ.

szczególnej grup wiekowych: obciążenie ludnością w wieku przedprodukcyjnym ma się nieznacznie zmniejszyć, a ludnością w wieku poprodukcyjnym – wzrosnąć, ale w stopniu dużo mniejszym, niż w strefie euro. Można zatem stwierdzić, że proces stopniowego starzenia się społeczeństwa nastąpi zarówno w strefie euro, jak i w Stanach, ale w Europie będzie znacznie gwałtowniejszy.

Odmienne przebieg przewidywanych zmian demograficznych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych wynika z wyraźnych różnic we wszystkich czynnikach, na podstawie których prognozuje się przyszły poziom dzietności, przeciętnego dalszego trwania życia oraz migracji. W szczególności oczekuje się, że w strefie euro wskaźnik dzietności⁷, wynoszący obecnie około 1,5 dziecka na jedną kobietę, czyli niski (prostą zastępowalność pokoleń zapewnia do-

nie – z obecnego poziomu 2,0 do 1,9 dziecka na jedną kobietę. Przeciętne dalsze trwanie życia w momencie urodzeni⁸ ma się wydłużyć w okresie objętym prognozą zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro (w tym drugim przypadku o około 6 lat wśród mężczyzn i 5 lat wśród kobiet). Wskaźnik dalszego trwania życia w strefie euro ma być przy tym ogólnie wyższy niż w Stanach Zjednoczonych. Wskaźniki imigracji netto⁹ mają się obniżyć na obu obszarach, ale pozostaną dodatnie. Przy tym w Stanach wskaźnik imigracji netto ma spaść ze średnio 4,0 w latach 2000–2005 do około 2,8 w latach 2045–2050, czyli będzie znacznie wyższy niż w strefie euro, gdzie przewiduje się jego obniżenie z rekordowo wysokiego poziomu prawie 4,0 w latach 2000–2005 (wynikającego głównie z ostatnich zmian polityki imigracyjnej w Hiszpanii) do około 1,9 w latach 2045–2050. Różnice pomiędzy wskaźnikami imigracji netto w po-

w szczególności w obszarach gospodarczych wpływają na prognozy dzietności i obciążenia ekonomicznego, gdyż imigranci są zwykle ludźmi młodymi o wyższej przeciętnej dzietności.

Rzecz jasna, prognozy demograficzne obarczone są niepewnością. Założenia, na jakich się opierają, nie muszą dokładnie oddawać przyszłych zmian. Ponadto w przyszłości mogą zmienić się zasady obowiązujące w poszczególnych krajach, np. polityka imigracyjna, przez co dotychczasowe prognozy staną się nieaktualne. W przeszłości prognozy czynników demograficznych, zwłaszcza długookresowe, obarczone były znacznym błędem¹⁰. Błędy te związane były jednak głównie ze skalą przewidywanych zmian, a nie z samym ich kierunkiem, który konsekwentnie potwierdzają prognozy pochodzące z rozmaitych źródeł.

3 WPŁYW NA DYNAMIKĘ REALNEGO PKB ORAZ NA RYNKI PRACY

Trudno jest oszacować wpływ zmian demograficznych na rynki pracy i wzrost gospodarczy. Szacunki takie opierają się na szeregu założeń, które nie oddają w pełni możliwych interakcji między poszczególnymi składowymi wzrostu. Dlatego przedstawione tu symulacje należy interpretować z pewną ostrożnością. Tym niemniej stanowią one dobry punkt odniesienia przy omawianiu skutków zmian demograficznych.

W ujęciu księgowym przyjmuje się, że wzrost realnego PKB na jednego mieszkańca jest funkcją dynamiki wydajności pracy¹¹, wykorzystania zasobów pracy¹² oraz czynników demograficznych; zmienne te wyznacza się na podstawie ewolucji poszczególnych grup wiekowych ludności. Tabela 2 przedstawia cztery symulacje wpływu różnych kierunków rozwoju rynku pracy i prognoz demograficznych na dynamikę realnego PKB w strefie euro, w ujęciu ogółem i na jednego mieszkańca.

Pierwszy spośród przedstawionych scenariuszy wyznacza linię podstawową wpływu prognozowanych procesów demograficznych na wzrost gospodarczy, przy założeniu, że dynamika wy-

dajności pracy i wykorzystania zasobów pracy pozostanie niezmienną (skądinąd oczekuje się jej wzrostu zgodnie z ostatnimi średnimi przedstawionymi w tabeli 2, rząd 1) oraz że nie zmieni się wiek emerytalny. Nawet gdyby nie nastąpiły żadne istotne reformy rynków pracy ani systemów emerytalnych i opieki zdrowotnej, w średnim okresie założenia te wydają się nadmiernie optymistyczne, gdyż pod koniec analizowanego okresu czynniki składające się na wykorzystanie zasobów pracy mogą osiągnąć swoje naturalne granice (np. bezrobocie równe frykcyjnemu czy wskaźnik aktywności zawodowej na poziomie 100%).

Z uwagi na niepewność prognoz wzrostu wydajności i wykorzystania zasobów pracy, w scenariuszu drugim oszacowano wpływ zmian demograficznych wg prognoz Eurostatu na wzrost gospodarczy, tym razem z uwzględnieniem założeń dotyczących wzrostu wydajności i wykorzystania zasobów pracy opracowanych ostatnio przez Komisję Europejską¹³. Zgodnie z tymi założeniami stopa wzrostu wydajności pracy w strefie euro w analizowanym okresie podniesie się z obecnego poziomu 1,0% do 1,7% (zob. scenariusz 2, kol. 1), zaś dynamika wykorzystania zasobów pracy obniży się w tym samym okresie z 0,8% do 0,1% z powodu zmian w wielkości i strukturze podaży siły roboczej (zob. scenariusz 2, kol. 2). Zatem przy tych założeniach prognoza wydajności pracy jest bardziej optymistyczna niż w scenariuszu pierwszym (zwłaszcza że w ciągu ostatnich trzydziestu lat wydajność pracy w strefie euro stopniowo obniżała się), a prognoza wykorzystania zasobów pracy – bardziej pesymistyczna.

Zgodnie ze scenariuszem pierwszym, średnioroczna dynamika PKB obniży się z 2,0% w latach 2005–2010 do 1,5% w latach 2011–2030 oraz do 1,2% w latach 2031–2050. Zgodnie ze scenariuszem drugim, wzrost gospodarczy w średnim okresie będzie nieco wyższy, natomiast w długim – identyczny. W obu scenariuszach dynamika realnego PKB na jednego mieszkańca także będzie stopniowo spadać, z notowanego ostatnio średniego poziomu 1,7% do około 1,4% w 2050 r.

Tabela 2 Scenariusze wpływu przewidywanych zmian demograficznych na wzrost gospodarczy w strefie euro

(średnie zmiany roczne, w procentach)

	Wydajność pracy	Wykorzysta- nie zasobów pracy	Ludność w wieku produkcyj- nym	Realny PKB	Ludność ogółem	Realny PKB na miesz- kańca
Zmiany historyczne (średnia z lat 1995-2005)						
1995-2005	1,0	0,8	0,3	2,1	0,4	1,7
Scenariusz 1: tempo wzrostu wydajności pracy i wykorzystania zasobów pracy równe średniej z lat 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,0	0,4	1,6
2011-2030	1,0	0,8	-0,3	1,5	0,1	1,4
2031-2050	1,0	0,8	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Scenariusz 2: prognozy Komisji Europejskiej ¹⁾						
2005-2010	1,1	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,8	0,2	-0,3	1,7	0,1	1,6
2031-2050	1,7	0,1	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Scenariusz 3: wzrost wydajności pracy konieczny do utrzymania dynamiki realnego PKB per capita na poziomie średniej z lat 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,3	0,8	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,3	0,8	-0,6	1,5	-0,2	1,7
Scenariusz 4: wzrost wykorzystania zasobów pracy konieczny do utrzymania dynamiki realnego PKB per capita na poziomie średniej z lat 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,9	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,0	1,1	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,0	1,1	-0,6	1,5	-0,2	1,7

Źródła: obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu i Komisji Europejskiej.

Notes: Wydajność pracy mierzona wielkością produkcji na jednego zatrudnionego. Wykorzystanie zasobów pracy mierzone liczbą zatrudnionych na jednego mieszkańca w wieku produkcyjnym (tj. w wieku 15-64 lat).

1) Zob. szczegółowe wyjaśnienia w tekście.

Scenariusze trzeci i czwarty dotyczą sytuacji, w której – dzięki zastosowaniu perspektywicznych posunięć mających na celu podniesienie wydajności i wykorzystania zasobów pracy – nie nastąpiłoby znaczne obniżenie średniego tempa wzrostu gospodarczego. Tabela 2 przedstawia średnie wartości obu tych komponentów, jakie umożliwiłyby utrzymanie dynamiki realnego PKB na jednego mieszkańca na poziomie z lat 1995–2005 (przy założeniu, że pozostałe komponenty dynamiki PKB również utrzymałyby się na średnim poziomie z tego okresu). Z tabeli tej wynika na przykład, że aby wykorzystanie zasobów pracy nadal rosło w obecnym tempie 0,8% rocznie (scenariusz 3), średnioroczny wzrost wydajności pracy w całym analizowanym okresie musiałby przyspieszyć do około 1,3%. Wymagałoby to znacznego nasilenia reform strukturalnych ukierunkowanych na poprawę wydajności pracy i otoczenia makroekonomicznego. Gdyby natomiast wydajność pracy miała pozostać na obecnym poziomie 1% (scenariusz 4), dynamika wykorzystania zasobów pracy musiałaby stopniowo

przyspieszyć do końca analizowanego okresu z aktualnego poziomu 0,8% do około 1,1%. Wprawdzie możliwa jest dalsza poprawa wykorzystania zasobów pracy, ale może ono osiągnąć swoją naturalną granicę (gdy cała ludność w wieku produkcyjnym pracuje) znacznie przed 2050 r. W tej sytuacji, w średnim i długim okresie konieczne byłoby wydłużenie okresu aktywności zawodowej, np. przez przesunięcie wieku emerytalnego lub wydłużenie średniorocznego czasu pracy. Należy tu dodać, że nawet gdyby udało się utrzymać dynamikę realnego PKB na jednego mieszkańca, dynamika realnego PKB ogółem mogłaby z czasem znacznie spaść.

Wnioski jakościowe z wszystkich symulacji są w sumie bardzo zbliżone i można je podsumować następująco: bez znacznego przyspieszenia zmian strukturalnych skutkujących zwiększeniem wydajności i wykorzystania zasobów pracy, w średnim i długim okresie prognozowane zmiany demograficzne doprowadzą prawdopodobnie do znacznego obniżenia trendu wzrostu

potencjalnego PKB (również w przeliczeniu na jednego mieszkańca) w strefie euro.

4 WPŁYW NA FINANSE PUBLICZNE

Proces starzenia się społeczeństwa i wzrostu liczby beneficjentów systemów emerytalnych w relacji do liczby płatników odbije się na finansach publicznych, w tym najsilniej na wydatkach związanych z publicznymi systemami emerytalnymi oraz opieką zdrowotną i długookresową. Raport opracowany przez Komitet Polityki Gospodarczej i Komisję Europejską¹⁴ przedstawia krajowe prognozy wpływu zmian demograficznych na różne kategorie wydatków publicznych, w tym emerytury, opiekę zdrowotną, edukację i zasiłki dla bezrobotnych. Prognozy te opierają się na wspólnych założeniach co do przyszłego przebiegu zmiennych demograficznych i makroekonomicznych; do prognoz zmian w systemach emerytalnych zastosowano właściwe modele krajowe. Wzięto przy tym pod uwagę jedynie uchwalone już przepisy, także te, które zaczną obowiązywać w przyszłości, natomiast nie uwzględniano możliwych, lecz nie potwierdzonych zmian polityki. Podsumowanie prognoz przedstawia tabela 3, a szczegółowe omówienie znajduje się poniżej.

Omawiając wpływ procesów demograficznych na systemy emerytalne należy przypomnieć, że większość publicznych systemów emerytalnych w Europie to systemy repartycyjne, w których bieżące wydatki finansowane są z bieżących składek. Wzrost liczby emerytów będzie dla tych systemów stanowić znaczne obciążenie, gdyż malejąca populacja pracujących będzie musiała zapewnić wypłatę świadczeń rosnącej populacji emerytów. Zgodnie z badaniem Komisji, zmiany demograficzne spowodują skumulowany wzrost wydatków z tytułu emerytur o ponad 3 punkty procentowe PKB w większości państw strefy euro; szczególnie wysoki wzrost w analizowanym okresie nastąpi w Hiszpanii, Luksemburgu i Portugalii (zob. tabela 3). Z raportu wynika także, że szczególnie szybki wzrost wydatków z tytułu emerytur będzie mieć miejsce w latach 2010–2030.

Powyższe prognozy dają dobre wyobrażenie o ogólnej skali wpływu zmian demograficznych na systemy emerytalne, chociaż w rzeczywistości może on okazać się jeszcze większy. Szczególnie optymistyczne są przyjęte założenia co do przyszłego poziomu wydajności pracy, których urzeczywistnienie nie jest pewne, zwłaszcza gdyby nie podjęto koniecznych reform strukturalnych (na takich samych założeniach oparto scenariusz 2 w części 3). Istnieje także ryzyko, że gdy staną się odczuwalne konkretne skutki zatwierdzonych już – korzystnych dla stabilności – reform emerytalnych, mogą wzmoć się naciski polityczne, by się z tych reform wycofać. Możliwe jest także, że scenariusze bazowe nie uwzględniają w wystarczającym stopniu niekorzystnego wpływu wyższych wydatków z tytułu emerytur na podaż siły roboczej i nakłady na środki trwałe.

Wraz ze starzeniem się społeczeństwa muszą także wzrosnąć wydatki na publiczną opiekę zdrowotną, jako że z wiekiem zwiększa się zwykle zapotrzebowanie na usługi medyczne. Jednak prognozowanie wydatków na opiekę zdrowotną jest znacznie trudniejsze niż zmian w systemach emerytalnych, które można przewidzieć dość dokładnie na podstawie modeli mechaniki systemów emerytalnych. Wynika to z faktu, że wydatki na opiekę zdrowotną odzwierciedlają interakcję popytu i podaży w dziedzinie towarów i usług związanych z ochroną zdrowia, które z kolei zależą od wielu różnych czynników, w tym szczególnych bodźców wynikających ze struktury danego rynku, rozwiązań w zakresie systemu ubezpieczeniowego oraz regulacji i interwencji rządowych. Ponadto uprawnienia do świadczeń publicznej opieki zdrowotnej nie są tak dobrze zdefiniowane jak w przypadku świadczeń emerytalnych, przez co doraźne zmiany obowiązujących zasad mogą w krótkim okresie wywierać większy wpływ na wydatki, dodatkowo utrudniając opracowanie dokładnych prognoz długoterminowych.

W tej sytuacji prognozy zmian w opiece zdrowotnej opracowuje się zasadniczo metodą mechaniczną. Najpierw, na podstawie bieżących obserwacji, definiuje się profile wydatków z tytułu

Tabela 3 Prognozowany wpływ starzenia się społeczeństwa na wydatki publiczne

(w punktach procentowych; zmiany poziomu wydatków w okresie od roku 2004 do 2030 i 2050 jako procent PKB)

	Świadczenia emerytalne		Opieka zdrowotna		Opieka długoterminowa		Zasiłki dla bezrobotnych		Edukacja		Dostępne pozycje ogółem	
	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050	2030–2050
Belgia	4,3	5,1	0,9	1,4	0,4	1,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	4,5	6,3
Niemcy	0,9	1,7	0,9	1,2	0,4	1,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,0	2,7
Grecja ¹⁾			0,8	1,7			-0,1	-0,1	-0,5	-0,4		
Hiszpania	3,3	7,1	1,2	2,2	0,0	0,2	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	3,3	8,5
Francja ²⁾	1,5	2,0	1,2	1,8			-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	1,9	2,9
Irlandia	3,1	6,4	1,2	2,0	0,1	0,6	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	3,3	7,8
Włochy	0,8	0,4	0,9	1,3	0,2	0,7	0,1	-0,1	-0,8	-0,6	1,0	1,7
Luxemburg	5,0	7,4	0,8	1,2	0,2	0,6	-0,0	-0,1	-0,5	-0,9	5,4	8,2
Holandia	2,9	3,5	1,0	1,3	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	3,8	5,0
Austria	0,6	-1,2	1,0	1,6	0,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,9	-1,0	0,9	0,2
Portugalia ²⁾	4,9	9,7	-0,1	0,5			-0,1	-0,1	-0,6	-0,4	4,1	9,7
Finlandia	3,3	3,1	1,1	1,4	1,2	1,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	4,7	5,2
Strefa euro	1,6	2,6	1,0	1,5	0,2	0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	1,9	3,7

Źródło: Komitet Polityki Gospodarczej i Komisja Europejska (2006).

Uwagi: podane wielkości dotyczą podstawowych prognoz wydatków z tytułu świadczeń emerytalnych, edukacji i transferów socjalnych dla bezrobotnych.

Prognozy wydatków z tytułu opieki zdrowotnej i długoterminowej na podstawie „Ageing Working Group reference scenarios”.

1) Nie podano wydatków ogółem z powodu braku danych.

2) Wydatki ogółem nie obejmują opieki długoterminowej.

opieki zdrowotnej i długoterminowej według wieku i płci. Następnie oblicza się całkowity poziom przyszłych wydatków przez zestawienie wielkości wydatków dla grup wg wieku i płci z prognozami demograficznymi. Przyjmuje się ponadto założenia co do przyszłego stanu zdrowia osób starszych, który ma znaczny wpływ na poziom wydatków. Z jednej strony z prognoz stanu zdrowia wynika, że ludzie nie tylko żyją dłużej, ale są też ogólnie zdrowsi. Z drugiej strony, pewne kosztowne schorzenia chroniczne, np. otępienie (demencja), są często związane z wiekiem biologicznym, a zatem ich występowanie może znacznie nasilać się wraz ze wzrostem długowieczności. W przytoczonym raporcie przyjęto założenie pośrednie, że wzrost długowieczności będzie w połowie związany z dobrym, a w połowie ze złym stanem zdrowia.

Zgodnie z tymi założeniami, prognozowany wzrost wydatków publicznych z tytułu opieki zdrowotnej i długoterminowej w okresie do 2050 r. wynosi dla większości krajów między 1 a 3 punkty procentowe PKB (zob. tabela 3). Podejście takie nie uwzględnia jednak innych, potencjalnie istotnych czynników. Na przykład

przyjmuje się, że elastyczność dochodowa popytu na opiekę zdrowotną jest zbliżona do jedności, podczas gdy szacunki wskazują, że w przeszłości wartość ta była wyższa (tj. wydatki na opiekę zdrowotną rosły generalnie szybciej niż dochody). Wykazano także, że na wzrost poziomu wydatków wpływa raczej popyt na jakość, czyli relatywnie drogie nowe technologie medyczne, niż zwiększenie ilości istniejących zabiegów medycznych. Badania empiryczne wskazują, że w przeszłości postęp techniczny miał duży udział we wzroście wydatków.

Pewne czynniki mogą częściowo zrekompensować wzrost wydatków z tytułu starzenia się społeczeństwa. Na przykład spadek liczby dzieci może doprowadzić do obniżenia nakładów na edukację powszechną i zasiłki rodzinne. Jednak wpływ tych czynników – jeśli w ogóle one wystąpią – będzie raczej niewielki, w większości krajów poniżej 1 punktu procentowego PKB (zob. tabela 3). Należy przy tym wspomnieć, że w obliczu kurczenia się podaży siły roboczej w wyniku niskiej dzietności wzrosną naciski na rządy, by inwestować we wszelkie formy kształcenia, w szczególności kształcenie ustawiczne,

tak więc ewentualny spadek nakładów na edukację może okazać się jeszcze mniejszy.

Ostatnim zagadnieniem poruszonym w omawianym raporcie jest wpływ starzenia się społeczeństwa na wydatki związane z bezrobociem. Tu także zastosowano metodę mechaniczną (zob. tabela 3). Uzyskane wyniki opierają się na omówionych wcześniej założeniach dotyczących rynku pracy, należy je więc interpretować ostrożnie. Wynika z nich w każdym razie, że do roku 2030 i 2050 wydatki na zasiłki dla bezrobotnych w strefie euro powinny spaść o 0,3 punktu procentowego.

Podsumowując, aktualne prognozy obciążeń fiskalnych związanych z procesem starzenia się społeczeństw wyraźnie wskazują na pilną potrzebę zmiany prowadzonej polityki. Należy dostosować rozwiązania dotyczące systemów emerytalnych oraz opieki zdrowotnej i długoterminowej do sytuacji demograficznej. Finanse publiczne należy osadzić na zdrowych podstawach i uelastycznić. A czasu jest coraz mniej – skutki starzenia się społeczeństwa zaczną być odczuwalne w ciągu następnego dziesięciolecia. Presja fiskalna może w dodatku okazać się silniejsza, niż wynika z prognoz, co uzasadnia zachowanie szczególnej ostrożności w kształtowaniu polityki fiskalnej. W związku z tym należy pracować nad dalszym doskonaleniem metod oceny wpływu zmian demograficznych na budżety publiczne.

5 WPLYW NA RYNKI FINANSOWE

Skutki procesu starzenia się społeczeństw są zauważalne na rynkach finansowych w trójnasób. Po pierwsze, proces ten wpływa na saldo inwestycji i oszczędności gospodarstw domowych, co może przełożyć się na zakłócenie równowagi obrotów bieżących poszczególnych krajów. Po drugie, wpływa na sposób inwestowania oszczędności, gdyż ludzie należący do różnych pokoleń podejmują odmienne decyzje inwestycyjne. Po trzecie, w krajach, gdzie proces ten już trwa, na przykład w strefie euro, nastąpią reformy systemów emerytalnych, które odbiją się bezpośrednio na rynkach finansowych.

Pierwszy kanał, za pośrednictwem którego procesy demograficzne oddziałują na rynki finansowe, wiąże się z wyborem między oszczędzaniem a inwestowaniem; przedstawiciele różnych pokoleń zwykle podejmują odmienne decyzje w tej dziedzinie, a zatem zmiana proporcji osób młodych i starszych w całej populacji może spowodować przesunięcie między udziałem inwestycji i oszczędności w PKB. Zjawisko to zostało dokładnie zbadane przy pomocy dynamicznych modeli opartych na założeniu, że konsumpcja gospodarstw domowych ulega wygładzeniu w ciągu cyklu życia, a krzywa oszczędności jest wybrzuszona. Przyjmuje się, że gospodarstwa domowe więcej oszczędzają w okresie aktywności zawodowej, by finansować spożycie w okresie emerytalnym. Młodzi ludzie wykazują wyższe spożycie bieżące, m.in. zapożyczając się na poczet własnego kapitału ludzkiego. Modele dynamiczne oparte na tych założeniach i skalibrowane według bieżącego rozkładu wieku w większości krajów rozwiniętych wskazują, że realna stopa procentowa równowagi¹⁵ może nieznacznie się obniżyć w ciągu najbliższych kilkudziesięciu lat, jeżeli wiek emerytalny utrzyma się na bieżącym poziomie (zob. ramka).

Wpływ procesu starzenia się społeczeństw na relację spożycia do oszczędności przekłada się także na salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym. W krajach, gdzie wskaźnik obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym jest wysoki, zwykle utrzymuje się deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz dodatnie przepływy kapitałowe netto¹⁶, gdyż relatywnie duża populacja zależnych osób starszych wykazuje zwykle relatywnie niższą zagregowaną stopę oszczędności¹⁷.

Zmiany demograficzne oddziałujące przez drugi kanał wpływają na sposób wykorzystania aktywów przez inwestorów, a zatem na ceny aktywów. Dzieje się tak dlatego, że z uwagi na niejednakowy horyzont inwestycji przedstawiciele różnych pokoleń zwykle dobierają do portfela inwestycyjnego aktywa obarczone różnym ryzykiem. Emeryci wykazują mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka, gdyż nie posiadają zabezpieczenia w postaci pensji.

Znaczna część oszczędności inwestowana jest w aktywa finansowe. W literaturze finansowej szeroko dyskutowana jest teza, że w krajach rozwiniętych, gdzie kurczy się podaż siły roboczej, wraz z przejściem na emeryturę obecnie aktywnego zawodowo pokolenia powojennego wyżu demograficznego (*baby boom*) może teoretycznie nastąpić spadek cen aktywów (hipoteza topnienia aktywów). Z jednej strony może wystąpić presja na obniżenie cen papierów wartościowych, gdy duża populacja osób starszych sprzeda aktywa finansowe mniejszej populacji osób w wieku średnim¹⁸. Z drugiej strony, ewentualne przesunięcie portfeli inwestycyjnych w kierunku aktywów o mniejszym ryzyku może oddziaływać na wzrost cen np. obligacji rządowych, a zatem trudno jest przewidzieć ostateczny wynik tych zmian.

Ogólnie rzecz biorąc, dostępne dowody empiryczne oparte na danych historycznych potwierdzają istnienie związku między czynnikami demograficznymi a cenami aktywów finansowych¹⁹. Jednak w kategoriach ilościowych wpływ zmian demograficznych na ceny aktywów finansowych jest raczej niewielki.

Ponadto wstrząsy popytowe lub podażowe związane z krajowymi aktywami finansowymi mogą zostać zamortyzowane przez popyt zagraniczny, czyli topnieniu aktywów będzie przeciwdziałać napływ kapitału ze strony inwestorów szukających rentowniejszych inwestycji. Przeprowadzone ostatnio prace dostarczają dodatkowych informacji o empirycznej relacji między starzeniem się społeczeństwa a międzynarodowymi przepływami kapitału²⁰. Napływ netto instrumentów kapitałowych zwykle wzrasta wraz ze średnim wiekiem społeczeństwa, gdyż inwestorów zagranicznych przyciągają wyższe oczekiwane stopy zwrotu wynikające z obniżenia oszczędności krajowych. I odwrotnie – napływ netto instrumentów dłużnych (krótko- i długoterminowych dłużnych papierów wartościowych) jest odwrotnie skorelowany ze wskaźnikiem obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym. Może to wynikać ze zwiększonego popytu na instrumenty o stałym dochodzie, takie jak obligacje skarbowe, ze strony starszych gospodarstw domowych skłaniających się ku inwestycjom w aktywa o niższym

ryzyku. Wszystko to wskazuje, że prawdopodobieństwo znacznego spadku cen papierów kapitałowych po przejściu na emeryturę pokolenia obecnie pracującego jest bardzo niskie.

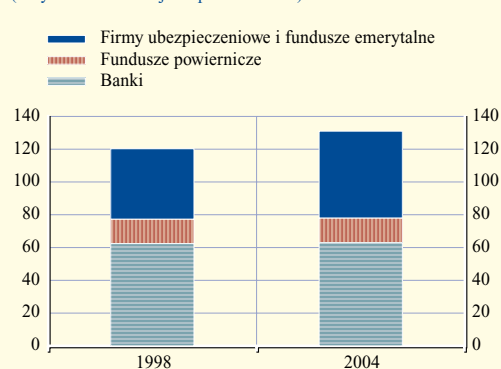
Trzecim istotnym kanałem przenoszenia oszczędności na rynki finansowe są instytucje pośrednictwa finansowego, zwłaszcza fundusze emerytalne. Rosnący udział oszczędności gospodarstw domowych inwestowanych na rynkach kapitałowych przez pokolenie powojennego wyżu demograficznego przyczynił się do wzrostu kapitalizacji rynku w większości krajów rozwiniętych. Wartość aktywów finansowych utrzymywanych w imieniu gospodarstw domowych strefy euro przez instytucje pośrednictwa finansowego na koniec 2004 r. wynosiła około 130% PKB, w porównaniu z 110% PKB na koniec 1995 r.

Pomimo znacznego wzrostu wartości aktywów lokowanych w prywatnych systemach emerytalnych, branża funduszy emerytalnych w większości krajów strefy euro jest słabo rozwinięta. W ostatnich latach gospodarstwa domowe strefy euro ulokowały więcej środków w firmach ubezpieczeniowych i funduszach emerytalnych niż w bankach (tj. monetarnych instytucjach finansowych) i funduszach powierniczych (tj. innych instytucjach pośrednictwa finansowego) (zob. wykres 3). Co więcej, możliwy wydaje się dalszy wzrost, zwłaszcza jeśli trwające reformy emerytalne będą sprzyjać przechodzeniu na całkowicie lub częściowo kapitałowe systemy emerytalne.

W dalszej perspektywie wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych, budzi obawy o utrzymanie stabilności finansowej, a ściślej mówiąc o ich zdolność do wywiązania się z przyszłych zobowiązań z tytułu świadczeń emerytalnych. Z obaw tych wynikało wprowadzenie surowszych wymogów związanych z wypłacalnością oraz propagowanie korzystania z systemów o zdefiniowanej składce.

Zmiany demograficzne wpłynęły także na zapotrzebowanie uczestników rynku na instrumenty finansowe. Podmioty zarządzające funduszami

Wykres 3 Aktywa finansowe gospodarstw domowych strefy euro ulokowane w instytucjach pośrednictwa finansowego
(aktywa finansowe jako procent PKB)



Źródło: EBC.

emerytalnymi już podkreślają potrzebę zwiększenia podaży instrumentów finansowych służących do zarządzania ryzykiem rynkowym oraz związanym z inflacją i długowiecznością, np. długoterminowych instrumentów dłużnych (o wysokiej jakości i wysokiej płynności) czy instrumentów indeksowanych do inflacji.

6 ZAKRES KONIECZNYCH REFORM

Przeciwdziałanie potencjalnym skutkom zmian demograficznych wymaga podjęcia przez rządy dalszych kompleksowych reform ukierunkowanych na rozwiązanie konkretnych problemów

w publicznych systemach emerytalnych i opieki zdrowotnej, zmniejszenie długu publicznego, zwiększenie wykorzystania zasobów pracy oraz umocnienie sił napędzających wzrost gospodarczy i wydajność.

W świetle prognozowanych zmian demograficznych w strefie euro konieczne jest zreformowanie parametrów istniejących publicznych systemów emerytalnych, w tym podniesienie wieku emerytalnego i obniżenie wskaźnika zastępowalności pokoleń. Oszacowano, że bez przeprowadzenia reform zbilansowanie systemu emerytalnego w niektórych krajach będzie wymagać podniesienia składek ponad dwukrotnie, do ponad 40% wynagrodzenia, w związku z czym wysokość świadczeń z publicznych systemów emerytalnych będzie musiała się obniżyć. Jednak zreformowanie samych parametrów repartycyjnych systemów emerytalnych w sposób pozwalający na ich zbilansowanie bez dalszego podnoszenia składek byłoby politycznie lub ekonomicznie niewykonalne. Konieczne będzie zatem całościowe zreformowanie sposobu finansowania systemów emerytalnych, np. przez zwiększenie udziału systemów kapitałowych. Pozwoliłoby to uodpornić systemy emerytalne na nadchodzące zmiany demograficzne. Ponadto, wraz ze wzrostem udziału systemów kapitałowych będzie można ograniczać wielkość systemów reparty-

Ramka

WPŁYW ZMIAN DEMOGRAFICZNYCH NA POLITYKĘ PIENIĘŻNĄ

Ogólne konsekwencje zmian demograficznych dla rynków finansowych przedstawione w części 5 obejmują kilka kwestii dotyczących szczególnie banków centralnych. Poniższa analiza kanałów oddziaływania opisanych w części 5, wraz z odniesieniami do literatury fachowej, pomaga zobrazować wpływ procesów demograficznych na politykę pieniężną.

Z uwagi na swój powolny przebieg, procesy demograficzne wywierają jedynie umiarkowany wpływ na politykę pieniężną¹. Zjawisko starzenia się społeczeństwa nie musi samo przez się kreować otoczenia gospodarczego sprzyjającego nagłym presjom inflacyjnym czy deflacyjnym. Nie oczekuje się zatem, by banki centralne musiały ostro reagować na dające się przewidzieć zmiany struktury demograficznej w ciągu najbliższych kilkudziesięciu lat. Natomiast zaniedbanie reform strukturalnych może spowodować wzrost wydajności i podaży siły roboczej; może też nasilić się presja na zwiększenie wydatków publicznych i świadczeń społecznych, przy czym skutkiem wyższych podatków byłby wzrost cen i płac. W takiej sytuacji presja inflacyjna może się nasilić w stopniu wymagającym reakcji polityki pieniężnej.

Banki centralne powinny generalnie zwracać uwagę na wpływ czynników demograficznych, gdyż utrzymujące się zmiany w strukturze ludności mogą stopniowo wpłynąć na kanały oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. Ponadto rynki finansowe mogą już obecnie przewidywać z wyprzedzeniem, w jaki sposób starzenie się społeczeństwa wpłynie na ceny aktywów, na przykład na realną stopę równowagi, mające bezsporne znaczenie przy formułowaniu polityki pieniężnej. Wreszcie, wraz ze wzrostem mediany wieku wyborców starzejące się społeczeństwo może zaniechać wystarczających reform strukturalnych, a zatem bank centralny musiałby działać w relatywnie mniej elastycznym otoczeniu gospodarczym.

Poniżej przedstawiono w skrócie spostrzeżenia z literatury fachowej dotyczące możliwego oddziaływania zmian demograficznych na kilka czynników istotnych dla banków centralnych: (1) realną stopę procentową równowagi; (2) krzywą rentowności; (3) mechanizm transmisji polityki pieniężnej; (4) wymagania wobec polityki pieniężnej w starzejącym się społeczeństwie.

1 Realna stopa procentowa równowagi

W ciągu najbliższych kilkudziesięciu lat zjawisko starzenia się społeczeństwa będzie wpływać na obniżenie stopy zarówno oszczędności, jak i inwestycji. Wpływ tego procesu na realną stopę procentową może być dwójaki: w modelach gospodarki zamkniętej spadek inwestycji krajowych poniżej oszczędności krajowych (wynikający stąd, że wskutek starzenia się ludności proces produkcji stanie się bardziej kapitałochłonny i wzrośnie relacja kapitału do pracy, skutkując obniżeniem zwrotów z inwestycji) powinien doprowadzić do obniżenia realnej stopy procentowej, gdyż oszczędzającym trudniej będzie znaleźć okazję do intratnych inwestycji. I odwrotnie, jeżeli inwestycje krajowe będą przewyższać oszczędności krajowe, stopa realna podniesie się, odzwierciedlając relatywnie małą ilość środków finansowych pozwalających realizować dostępne przedsięwzięcia inwestycyjne.

Przy ocenie skutków starzenia się społeczeństwa dla stopy procentowej równowagi stosuje się modele nakładających się pokoleń (OLG), w których jednostki zalicza się do różnych grup wiekowych. Zasadniczo ustalono, że nawet przy braku dalszych reform systemów emerytalnych, w ciągu najbliższych 25-50 lat omawiany proces demograficzny pociągnie za sobą jedynie nieznaczne obniżenie stopy procentowej równowagi, rzędu 50-100 punktów bazowych. Na przykład z symulacji skutków starzenia się społeczeństwa w UE (Miles 1999) wynika, że do 2030 r. czynniki demograficzne mogą spowodować obniżenie realnej stopy procentowej o około 50 punktów bazowych, po czym nastąpi częściowe odbicie wraz z wymieraniem pokolenia powojennego wyżu demograficznego. Batini, Callen i McKibbin (2006) szacują, że do 2050 r. realna stopa procentowa w Europie może spaść o maksymalnie 100 punktów bazowych².

2 Krzywa rentowności

Zgodnie z hipotezą oczekiwań dotyczących struktury terminowej stóp procentowych, stopa procentowa równowagi, której utrzymania się w długim okresie spodziewają się uczestnicy rynku, jest jednym z głównych czynników wyznaczających poziom stóp w długim końcu krzywej rentowności. Skoro przewiduje się nieznaczne obniżenie realnej stopy procentowej równowagi w wyniku procesów demograficznych, długi koniec krzywej rentowności może także opaść z chwilą uwzględnienia takich oczekiwań w wycenie obligacji.

Skala wpływu na krzywą rentowności zależy od dwóch czynników. Pierwszym jest poziom obniżki stopy równowagi, co zależy od tempa zmian demograficznych: większym zmianom stopy

równowagi będą prawdopodobnie towarzyszyć wyraźniejsze wahania stóp długoterminowych. Drugi czynnik to horyzont czasowy przyjęty przez rynki finansowe – jeśli będzie on wystarczająco długi, rynki będą w stanie przewidzieć obniżenie realnych stóp procentowych w przyszłości, przez co obniży się długi koniec krzywej rentowności, podczas gdy jej krótki koniec prawdopodobnie nie zareaguje. Innymi słowy, starzenie się społeczeństwa może pociągnąć za sobą spłaszczenie krzywej rentowności, którego skalę – prawdopodobnie niewielką – trudno jest jednak przewidzieć z uwagi na dużą niepewność co do zakresu zmian zarówno stopy równowagi, jak i horyzontu czasowego przyjętego przez rynki finansowe³.

Jak wyjaśniono w części 5, w ciągu najbliższych dziesięcioleci zwiększy się rola instytucji pośrednictwa finansowego w strefie euro. Może to wpłynąć na ceny na pewnych rynkach, w tym spowodować wzrost cen na rynku instrumentów o stałym dochodzie w wyniku doraźnych zmian w portfelach inwestycyjnych tych instytucji.

3 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej

Zgodnie z teorią cyklu życia, w okresie aktywności zawodowej ludzie kumulują bogactwo na sfinansowanie spożycia po przejściu na emeryturę⁴. Można zatem oczekiwać, że społeczeństwo, gdzie średnia wieku jest bliższa wieku emerytalnego, będzie cechować wyższy wskaźnik bogactwa do dochodów. Jednocześnie – z uwagi na przewidywane trudności w zbilansowaniu publicznie finansowanych systemów emerytalnych – można przypuszczać, że po reformach emerytalnych coraz większa liczba emerytów pragnących utrzymać swój dotychczasowy poziom spożycia będzie polegać na własnym zakumulowanym bogactwie raczej niż na publicznych emeryturach. Na umocnienie tej tendencji wpłynie wydłużenie przeciętnego dalszego trwania życia po przejściu na emeryturę (Bean 2004).

Z kolei Miles (2002) twierdzi, że oddziaływanie polityki pieniężnej (częściowo przenoszone poprzez ceny aktywów) może wzmocnić wraz ze wzrostem znaczenie jednego z kanałów jej transmisji – bogactwa⁵.

4 Zadania polityki pieniężnej w starzejącym się społeczeństwie

Jako że zmiana demograficzna wpływa na wzrost wskaźnika bogactwa do dochodu, zapotrzebowanie społeczne na zabezpieczenie przed silnymi wahaniami koniunktury związanymi z cenami aktywów może – zależnie od reform istniejących repartycyjnych systemów emerytalnych – rosnąć równoległe do wskaźnika obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym: w starszym społeczeństwie znaczna część bogactwa gospodarstw domowych ulokowania jest w nieruchomościach i aktywach finansowych, przez co dochody tych gospodarstw będą bardziej zagrożone w razie wahań cen aktywów. Na przykład Poterba (2004) sugeruje, że w 2040 r. w Stanach Zjednoczonych prawie połowa akcji spółek i 64% umów rentowych będzie w posiadaniu gospodarstw domowych, których głową jest osoba w wieku powyżej 65 lat, w porównaniu z odpowiednio 33% i 50% w 2001 r.⁶ Szczególne narażenie ludności na ryzyko wahań cen aktywów może wystąpić w momencie, gdy relatywnie duża grupa (osoby starsze) zacznie sprzedawać posiadane aktywa dla sfinansowania spożycia na emeryturze⁷.

Jak widać, wzrost wskaźników obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym oraz bogactwa do dochodów powinien uzasadniać potrzebę ochrony przed niedopasowaniem cen aktywów, czyli tworzeniem się tzw. baniek cenowych (kiedy cena nie przystaje do zasadniczej wartości

aktywów), gdyż straty społeczne wynikające z dużych wahań koniunkturalnych w cenach aktywów będą prawdopodobnie wyższe w społeczeństwie starszym.

Co więcej, przy założeniu, że coraz większa część bogactwa będzie inwestowana w aktywa nominalne (czyli nieindeksowane do inflacji), rola banku centralnego jako instytucji odpowiedzialnej za utrzymanie stabilności cen może nabrać jeszcze większego znaczenia z punktu widzenia ochrony zasobów finansowych osób starszych przed spadkiem wartości realnej wskutek wysokiej inflacji. W tym kontekście Bean (2004) wnioskuje, że poparcie społeczne dla kwestii stabilności cen konsumpcyjnych będzie w najbliższych dziesięcioleciach rosnąć.

- 1 C. Bean, „Global demographic change: some implications for central banks”, Overview Panel, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2004.
- 2 D. Miles, „Modelling the impact of demographic change upon the economy”, *Economic Journal*, 109, str. 1-36, 1999, oraz N. Batini, T. Callen, W. McKibbin, „The global impact of demographic change”, IMF Working Paper No 06/9, 2006. Zob. także P. Antolin, F. Gonnand, C. de la Maisonneuve, J. Oliveira, K. Y. Yoo, „The impact of ageing on demand, factor markets and growth”, OECD Economics Department Working Paper No 420, 2005; A. Börsch-Supan, A. Ludwig, J. K. Winter, „Ageing, pension reform, and capital flows: a multi-country simulation model”, University of Mannheim Discussion Paper No 04-65, 2004; E. Canton, C. van Ewijk, P. J. G. Tang, „Population ageing and international capital flows”, European Network of Economic Policy Research Institutes, Occasional Paper No 4, 2003; A. De Serres, C. Giorno, P. Richardson, D. Turner, A. Vourc'h, „The macroeconomic implications of ageing in a global context”, OECD Economics Department Working Paper No 193, 1998, i in.
- 3 Więcej informacji na potwierdzenie ograniczonego horyzontu decyzji rynków finansowych zob. np. S. Della Vigna, J. M. Pollet, „Attention, demographics, and the stock market”, NBER Working Paper No 11211, 2005.
- 4 R. Brumberg, F. Modigliani, „Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data”, [w] K. K. Kurihara (red.), *Post-Keynesian Economics*, str. 388-436, Rutgers University Press, 1954.
- 5 D. Miles, „Should monetary policy be different in a greyer world?”, [w] A. Auerbach, H. Herrmann (red.), *Financial Markets and Monetary Policy*, str. 243-76, Springer, 2002.
- 6 J. M. Poterba, „The impact of population ageing on financial markets”, NBER Working Paper No 10851, 2004.
- 7 Zob. m.in. A. B. Abel, „The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security”, *Econometrica*, 71, str. 551-78, 2003; A. Börsch-Supan, J. K. Winter, „Population ageing, savings behavior and capital markets”, NBER Working Paper No 8561, 2001.

cyjnych, łagodząc obciążenia fiskalne z tego tytułu w długim okresie.

Koszty takiego przekształcenia systemów emerytalnych mogą obciążyć zarówno ich beneficjentów, jak i płatników. Jednym z możliwych rozwiązań jest połączenie wprowadzenia częściowo kapitałowych systemów emerytalnych z przekształceniem systemów repartycyjnych w systemy zdefiniowanej składki określające zakres indeksacji lub waloryzacji (*notional defined contribution* – NDC). W systemach NDC świadczenia finansowane są wprawdzie z bieżących składek, ale zastosowane rozwiązania zbliżone są do systemów kapitałowych. Przyszły poziom konkretnej emerytury zależy wyłącznie od wartości składek przekazanych na nominalne konto emerytalne oraz jednolitego współczynnika korygującego. Ponieważ nie następuje międzypokoleniowa redystrybucja za pośrednictwem systemu emerytalnego, powinno się obniżyć opodatkowanie pracy, co będzie stanowić zachętę do podejmowania pracy i może przyczy-

nić się do wzrostu zatrudnienia. W skali makro zbilansowanie systemu NDC będzie zapewnione przez ograniczenie oprocentowania nominalnych kont emerytalnych do stopy wzrostu podstawy składek (np. sumy wynagrodzeń w gospodarce). Zbilansowanie takich systemów będzie wymagać znacznego zaciśnięcia pasa w porównaniu z dotychczasowymi zasadami, w związku z czym osoby obecnie pracujące muszą kumulować środki na swoje emerytury poprzez dokonywanie jednoczesnych wpłat do systemów kapitałowych. Oszczędności emerytalne nie mogą stać się przedmiotem spekulacji; dla ich ochrony należy wprowadzić odpowiednie regulacje. Regulacje takie są potrzebne także dla dobra finansów publicznych, gdyż nagła niekorzystna zmiana cen aktywów mogłaby w ostateczności zmusić rząd do przejęcia dodatkowych zobowiązań z tytułu świadczeń emerytalnych.

W związku ze wzrostem nakładów publicznych na opiekę zdrowotną i długoterminową, wobec

konieczności podjęcia równie trudnych decyzji stoi wiele systemów publicznej opieki zdrowotnej. Sprostanie wyższym potrzebom może wymagać podniesienia składek, ograniczenia zakresu usług oraz zapewnienia prywatnego kapitału i finansowania. Trwale obniżenie kosztów przez ograniczenie dostępu do pewnych (drogich) terapii jest zwykle problematyczne. Dlatego też dyskusja na łamach literatury fachowej wskazuje na potrzebę ustanowienia odpowiednich bodźców dla wszystkich uczestników. Bodźcem takim może być współodpłatność za usługi przez pacjenta, która obowiązuje już w niektórych krajach. Umocnienie mechanizmów rynkowych w relacjach między pacjentami, dostawcami usług medycznych i ubezpieczycielami może poprawić funkcjonowanie całego systemu. Zasady kontraktacji usług i struktura opłat powinny odzwierciedlać faktyczny koszt zasobów i twarde realia budżetowe; w ten sposób powstaną właściwe bodźce ekonomiczne. Standaryzacja usług medycznych przyczyni się do zwiększenia przejrzystości. Usprawnieniu sektora opieki zdrowotnej będzie także służyć dalsza integracja rynków produktów i usług w Unii Europejskiej.

Postępujące starzenie się społeczeństw sprawia, że przeprowadzenie reform rynku pracy ukierunkowanych na zwiększenie wskaźników aktywności zawodowej i zatrudnienia staje się sprawą szczególnie pilną. W wielu krajach strefy euro wskaźniki te są szczególnie niskie w przypadku osób młodych i starszych oraz kobiet, na tle całej populacji siły roboczej. Niski jest także średnioroczny czas pracy jednego zatrudnionego²¹. Możliwe jest więc znaczne zwiększenie wykorzystania populacji w wieku produkcyjnym poprzez podniesienie liczby osób wchodzących na rynki pracy strefy euro i podejmujących tam pracę oraz zwiększenie liczby godzin pracy lub wydłużenie okresu aktywności zawodowej.

Pierwszym krokiem w tym kierunku powinno być ograniczenie bodźców zniechęcających do podejmowania pracy, występujących obecnie w szeregu państw strefy euro, a wynikających z relacji podatków i świadczeń społecznych oraz z możliwości wcześniejszego

przechodzenia na emeryturę. Rozwiązania takie zniechęcają do podejmowania pracy zwłaszcza osoby będące drugim żywicielem rodziny (często kobiety), pracowników nisko wynagradzanych oraz pracowników najmłodszych i najstarszych. Polityka zwiększenia aktywności zawodowej kobiet powinna ułatwiać im łączenie obowiązków rodzinnych i zawodowych poprzez większą elastyczność godzin pracy oraz lepsze usługi opieki nad dziećmi i osobami starszymi. Przydałoby się także zwiększenie zachęt do niezaprzestawiania pracy w późniejszym okresie życia, np. przez umożliwienie stopniowego zaprzestawiania pracy czy zatrudniania osób starszych na część etatu lub stanowiska czasowe, a także konieczne przesunięcie ustawowego wieku emerytalnego. Jednak podejmowanie lub kontynuacja pracy przez osoby starsze wymaga także zapotrzebowania na nią ze strony pracodawców. Zwiększona imigracja siły roboczej w strefie euro może stanowić kolejną drogę do zwiększenia aktywności zawodowej i zatrudnienia we wszystkich grupach wiekowych. Należy promować politykę sprzyjającą imigracji, zgodnie ze zintegrowanymi wytycznymi w sprawie wzrostu i zatrudnienia (*Integrated Guidelines for Growth and Jobs*) na lata 2005–2008²², ale potrzebna liczba pracowników będzie tak duża, że sama imigracja nie rozwiąże problemów demograficznych.

Możliwości podniesienia wydajności pracy i wzrostu gospodarczego zależą zarówno od prowadzenia polityki ukierunkowanej na zwiększenie ogólnych kwalifikacji siły roboczej, jak i od tempa postępu technicznego w strefie euro. Zmiany obowiązujących zasad konieczne do dalszego usprawnienia funkcjonowania rynku produktów pozwalającego na wzrost wydajności i tworzenie nowych miejsc pracy wymagają poszerzenia i pogłębienia wewnętrznego rynku unijnego oraz większej konkurencji na unijnym rynku usług²³. Wiele krajów będzie musiało także podjąć trwały proces inwestowania w kapitał ludzki oraz prace badawczo-rozwojowe, tak by zneutralizować potencjalne niekorzystne skutki

starzenia się społeczeństwa dla wydajności pracy i wszystkich czynników produkcji. Na początku 2005 r. przywódcy Unii uchwalili Europejski Pakt na Rzecz Młodości mający na celu „poprawę edukacji, kształcenia i mobilności, integracji zawodowej i społecznej młodych ludzi” poprzez m.in. monitorowanie polityki integracji młodych ludzi na rynku pracy oraz zachęcania ich do rozwoju przedsiębiorczości²⁴. W Pakcie podkreślono, że zniwelowanie wpływu zmian demograficznych na podaż siły roboczej wymaga podnoszenia jakości edukacji – co może pomóc w neutralizacji potencjalnego niekorzystnego wpływu starzenia się społeczeństwa na ogólną wydajność czynników produkcji – oraz zwiększania wskaźników aktywności i zatrudnienia ludzi młodych.

7 WNIOSKI

Prognozowane zmiany demograficzne w strefie euro, wynikające z niskiego wskaźnika dzietności i wydłużenia przeciętnego dalszego trwania życia, doprowadzą do obniżenia tempa wzrostu populacji zarówno ogółem, jak i w wieku produkcyjnym, oraz do stopniowego wzrostu wskaźnika obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym. Z dostępnych prognoz Eurostatu wynika, że całkowita liczba ludności zacznie spadać w wartościach bezwzględnych za około 20 lat, a współczynnik obciążenia ludnością w wieku poprodukcyjnym wzrośnie z 26% w 2006 r. do 55% w 2050 r. Skumulowane skutki gospodarcze tych zmian będą bardzo poważne. Wraz ze wzrostem odsetka pracowników starszych w strefie euro i spadkiem liczby osób młodych wchodzących w ich miejsce na rynek zmieni się wielkość i struktura podaży siły roboczej. Przy założeniu, że dynamika wykorzystania zasobów pracy i wydajności pracy nie zmieni się, z trendów demograficznych wynika, że średnia dynamika realnego PKB spadnie z poziomu średnio 2,1% w latach 1995–2005 do około 1% w 2050 r. Obniży się także dynamika realnego PKB na jednego mieszkańca. Przewiduje się wzrost wydatków publicznych na świadczenia emerytalne i opieki zdrowotnej w większości krajów strefy euro powyżej 3 punktów procentowych PKB.

Spodziewane starzenie się społeczeństwa może także wpłynąć na rynki finansowe, zwiększając znaczenie inwestorów instytucjonalnych. Rodzi to obawy o możliwość utrzymania stabilności finansowej; już w chwili obecnej podejmuje się działania zapobiegawcze obejmujące restrukturyzację programów emerytalnych i nakładanie na inwestorów instytucjonalnych ostrzejszych wymagań co do wypłacalności. Zmiany te mogą także zwiększyć rolę rządów w propagowaniu znajomości zagadnień finansowych, tak by chronić oszczędności gospodarstw domowych.

Terminowe wdrożenie kompleksowych i stwarzających właściwe zachęty reform jest konieczne, by zmierzyć się ze skutkami procesów demograficznych. Ograniczenie długu publicznego przyczyniłoby się do poprawy stabilności finansów publicznych i uodpornienia ich na skutki starzenia się społeczeństwa. Konieczne jest także dalsze dostosowywanie struktury składek i świadczeń emerytalnych. W dziedzinie rynków pracy, zwiększenie wykorzystania zasobów pracy dzięki polityce ukierunkowanej na wzrost aktywności zawodowej i zatrudnienia oraz podniesienie dynamiki wydajności pracy dzięki inwestycjom w kapitał ludzki i integracji rynku wewnętrznego pomogłyby przeciwdziałać spowolnieniu wzrostu gospodarczego w strefie euro w średnim okresie. W dłuższej perspektywie konieczne będzie także podniesienie wieku emerytalnego oraz średniorocznego czasu pracy. Opracowanie polityki w dziedzinie zatrudnienia i wydajności jest zadaniem poszczególnych krajów, które powinny stosować się przy tym do postanowień strategii lizbońskiej²⁵ i zintegrowanych wytycznych w sprawie wzrostu i zatrudnienia na lata 2005–2008. Wytyczne te zawierają szereg propozycji rozwiązań w dziedzinie polityki, które należy dostosować do konkretnych grup ludności odpowiednio do przewidywanych dla nich zmian demograficznych.

Zmiany demograficzne z natury następują powoli, a zatem ich bezpośredni wpływ na politykę pieniężną jest raczej umiarkowany. Jednak zaniedbanie reform strukturalnych w niezbędnym zakresie może odbić się pośrednio także na polityce pieniężnej. Po pierwsze, niedobór siły ro-

boczej i naciski na podniesienie podatków w celu sfinansowania wyższych wydatków publicznych związanych ze starzeniem się społeczeństwa mogą prowadzić do zwiększenia presji inflacyjnej. Po drugie, wraz ze wzrostem odsetka bogactwa inwestowanego w aktywa nominalne (nieindeksowane do inflacji) jeszcze zwiększy się znaczenie utrzymania stabilności cen (będącego głównym zadaniem banków centralnych), tak by uniknąć erozji wartości zasobów stanowiących zabezpieczenie emerytalne wskutek stosunkowo wysokiej stopy inflacji.

Mówiąc najkrócej, niekorzystne zmiany demograficzne przedstawione w artykule powinny uzmysłowić decydentom pilną potrzebę przeprowadzenia reform strukturalnych ukierunkowanych na zwiększenie elastyczności makroekonomicznej i dynamiki gospodarczej strefy euro.

- 1 Jako punkt odniesienia przyjęto prognozy opracowane przez Eurostat na zlecenie grupy roboczej Ageing Working Group (AWG) unijnego Komitetu Polityki Gospodarczej i opublikowane w lutym 2006 r. Szczegółowe informacje o metodyce i założeniach: European Commission and Economic Policy Committee, „The 2005 EPC projections of age-related expenditure (2004-2050) for the EU25 Member States: underlying assumptions and projection methodologies” [w] European Economy Special Report 4/2005.
- 2 Dla uproszczenia przyjęto, że grupa ta obejmuje osoby w wieku od 15 do 64 lat, chociaż w wielu krajach trwają działania na rzecz podwyższenia wieku emerytalnego.
- 3 Zdefiniowanego jako stosunek liczby osób w wieku poniżej 15 i powyżej 64 lat do liczby ludności w wieku produkcyjnym.
- 4 Zdefiniowanego jako stosunek liczby osób w wieku powyżej 64 lat do liczby ludności w wieku produkcyjnym
- 5 Zdefiniowanego jako stosunek liczby osób w wieku poniżej 15 lat do liczby ludności w wieku produkcyjnym.
- 6 Jako punkt odniesienia dla Stanów Zjednoczonych przyjęto średni wariant prognoz demograficznych ONZ (UN’s World Population Database, wyd. popr. 2004, opublikowane w lutym 2005).
- 7 Zdefiniowany jako liczba dzieci urodzonych przeciętnie przez kobiety.
- 8 Zdefiniowane jako średnia liczba przeżytych lat od urodzenia przy uwzględnieniu współczynnika umieralności notowanego na danym obszarze w danym okresie.
- 9 Zdefiniowane jako liczba imigrantów minus liczba emigrantów na 1000 mieszkańców.
- 10 Zob. dowody przedstawione w: A. Maddaloni et al., „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area”, ECB Occasional Paper No 51, sierpień 2006.
- 11 Zdefiniowanej jako produkcja na jednego zatrudnionego.
- 12 Zdefiniowanego jako udział osób zatrudnionych w całkowitej populacji w wieku produkcyjnym.
- 13 Zob. G. Carone et al., „The economic impact of ageing populations in the EU25 Member States”, European Commission Economic Papers No 236, grudzień 2005.
- 14 Komitet Polityki Gospodarczej i Komisja Europejska, „The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care,

education and unemployment transfers (2004-2050)” [w] European Economy Special Report 1/2006.

- 15 Tj. długoterminowa stopa procentowa, przy której oszczędności równoważą się z inwestycjami.
- 16 Z równania bilansu płatniczego: zagregowane przepływy kapitałowe netto (=napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto + napływ kapitału netto + napływ instrumentów dłużnych netto + inne wpływy kapitałowe netto) równe są deficytowi w rachunku obrotów bieżących.
- 17 M. Higgins, „Demography, national savings and international capital flows”, *International Economic Review*, 39, str. 343-69, 1998.
- 18 Dokładna analiza por. A. B. Abel, „Will bequests attenuate the predicted meltdown in stock prices when baby boomers retire?”, *Review of Economics and Statistics*, 83, str. 589-95, 2001; A. B. Abel, „The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security”, *Econometrica*, 71, str. 551-78, 2003; R. Brooks, „What will happen to financial markets when the baby boomers retire?”, IMF Working Paper No 00/18, 2000.
- 19 A. Ang i A. Maddaloni, „Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data”, *Journal of Business*, 78, str. 341-79, 2005 stwierdzają, że zmiana odsetka emerytów jest istotnym prognostykiem poziomu premii za ryzyko (por. E. P. Davis i C. Li, „Demographics and financial asset prices in the major industrial economies”, Brunel University Department of Economics and Finance Discussion Paper No 03-07, 2003).
- 20 R. A. De Santis i M. Lüthmann, „On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective”, ECB Working Paper No 651, 2006.
- 21 Więcej danych na temat czasu pracy w strefie euro i Stanach Zjednoczonych można znaleźć w: N. Leiner-Killinger, C. Madaschi i M. Ward-Warmedinger, „Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: Causes and consequences”, ECB Occasional Paper No 41, 2005
- 22 Szczegółowe informacje na temat tych wytycznych zawiera ramka pt. „The Integrated Guidelines for Growth and Jobs 2005-2008”, ECB Monthly Bulletin, sierpień 2005.
- 23 Por. „Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, ECB Occasional Paper No 44, 2006.
- 24 Por. <http://www.youthforum.org/en/home/downloads/youthpact.html>.
- 25 Zob. artykuł pt. „The Lisbon strategy – five years on”, ECB Monthly Bulletin, lipiec 2005.



ZINTEGROWANE RACHUNKI FINANSOWE I NIEFINANSOWE STREFY EURO WEDŁUG SEKTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

W maju 2006 r. EBC opublikował po raz pierwszy zestaw rocznych zintegrowanych rachunków finansowych i niefinansowych poszczególnych sektorów instytucjonalnych strefy euro, w tym ich bilanse finansowe¹. Tak obszerny zestaw danych dotyczących różnorodnej działalności finansowej i niefinansowej gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, instytucji finansowych oraz organów rządowych i samorządowych strefy euro ma istotne znaczenie dla szeregu analiz, na przykład dla badań mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Niniejszy artykuł objaśnia założenia koncepcyjne i metody zastosowane przy tworzeniu tego zestawu danych oraz pokrótce analizuje niektóre wyniki dla sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

I WPROWADZENIE

Szczegółowe i spójne statystyki dotyczące aktywności i pozycji bilansowych różnych sektorów instytucjonalnych gospodarki są ważne dla analizy ekonomicznej i monetarnej przeprowadzanej przez Europejski Bank Centralny (EBC). Dobitym przykładem może być tu analiza skomplikowanego łańcucha przyczynowo-skutkowego w ramach tzw. mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, który zwykle jest bardziej zrozumiały w przypadku działalności podmiotów takich jak gospodarstwa domowe czy przedsiębiorstwa.

W porównaniu z dotychczas publikowanymi urzędowymi statystykami dla strefy euro, ten opracowany na nowo, obszerny i spójny, zestaw rachunków finansowych i niefinansowych według sektorów instytucjonalnych, zwany dalej „rachunkami strefy euro”, prezentuje finansową i niefinansową działalność poszczególnych sektorów instytucjonalnych w większej liczbie przekrojów, na poziomie szczegółowości typowym dla urzędowych statystyk innych ważnych obszarów gospodarczych². Ponadto metody statystyczne zastosowane przy sporządzaniu nowego zestawu rachunków gwarantują spójność pomiędzy ra-

chunkami różnych sektorów. Udoskonalenia te przyczyniają się do wyeliminowania luk w statystyce gospodarczej i finansowej strefy euro, na podstawie której formułowana jest polityka pieniężna EBC. Zestawienie rachunków strefy euro jest wspólnym przedsięwzięciem EBC i Komisji Europejskiej (Eurostatu), prowadzonym w ścisłej współpracy z bankami centralnymi i urzędami statystycznymi krajów Unii Europejskiej. Na razie udostępniono roczne rachunki strefy euro za lata 1999–2004, ale od wiosny 2007 r. publikowane będą również rachunki kwartalne. Artykuł przedstawia najważniejsze cechy rachunków strefy euro. Na początek przedstawiono składniki zintegrowanych rachunków strefy euro oraz ich ramy koncepcyjne. Następnie przedstawiono charakterystykę strefy euro jako całości, jak również specyficzne cechy dwóch najważniejszych sektorów instytucjonalnych: gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W kolejnej części przeanalizowano najważniejsze zjawiska i procesy zwłaszcza w tych dwóch sektorach, na przestrzeni ostatnich lat.

2 CHARAKTERYSTYKA I KONCEPCJA RACHUNKÓW STREFY EURO

Rachunki strefy euro umożliwiają analizę zmian sytuacji gospodarczej różnych sektorów instytucjonalnych strefy euro (gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji rządowych), wzajemnych powiązań pomiędzy tymi sektorami oraz ich relacji z resztą świata. Zjawiska makroekonomiczne, takie jak wzrost gospodarczy i inflacja, są skutkiem działań gospodarczych poszczególnych uczestników rynku, których zachowanie zależy w znaczący sposób od tego, do jakiego sektora instytucjonalnego należą. Nowe

¹ Zob. komunikat prasowy z 31 maja 2006 r. – First release of euro area accounts for institutional sectors (1999-2004) oraz wspólny komentarz ECB i Eurostatu: Euro area and European Union accounts for institutional sectors, zawierający obszerny zestaw tabel w ujęciu zarówno sektorowym, jak i według szeregów czasowych (<http://www.ecb.int>).

² Przydatność perspektywy sektorowej dla analizy makroekonomicznej i monetarnej podkreśla wiele artykułów w Biuletynie Miesięcznym EBC. Zob. np. artykuł w Biuletynie Miesięcznym z sierpnia 2002 r. pt. Saving, financing and investment in the euro area oraz z sierpnia 2006 pt. Sektorowe zasoby pieniądza – determinanty i dynamika.

rachunki strefy euro przedstawiają kompletny, spójny zestaw wskaźników gospodarczych dla wszystkich tych sektorów. Wprowadzają również – po raz pierwszy – spójność pomiędzy statystyką finansową i niefinansową, umożliwiając dzięki temu zintegrowaną analizę niefinansowej aktywności ekonomicznej (np. spożycia czy nakładów brutto na środki trwałe) oraz transakcji finansowych (np. emisji dłużnych papierów wartościowych czy inwestycji zagranicznych). Rachunki zawierają również spójne bilanse, przez co umożliwiają dogłębną analizę rocznych zmian majątku finansowego każdego z sektorów instytucjonalnych strefy euro.

Rachunki strefy euro są zasadniczo prezentowane w sposób nieskonsolidowany. Oznacza to na przykład, że przy sporządzaniu bilansu sektora instytucji rządowych i samorządowych dłużne papiery wartościowe w posiadaniu jednostek tego sektora wyemitowane przez inne jednostki tego samego sektora w tym samym państwie członkowskim nie są wysaldowane. Nie eliminuje się również transferów pomiędzy jednostkami sektora instytucji rządowych i samorządowych w rachunku niefinansowym³. Sekwencja wzajemnie powiązanych rachunków strefy euro została zestawiona zgodnie z metodologią europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych (ESA) z 1995 r.

2.1 SEKTORY INSTYTUCJONALNE

Każdy sektor instytucjonalny skupia jednostki instytucjonalne o zasadniczo podobnych zachowaniach gospodarczych: instytucje finansowe i ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa, instytucje rządowe i samorządowe, gospodarstwa domowe i podmioty niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych. Transakcje z nierezydentami i należności finansowe rezydentów od nierezydentów (i odwrotnie) są ujmowane na rachunku zagranicy. Rachunki danego sektora pokazują zatem interakcje pomiędzy różnymi sektorami gospodarki strefy

euro oraz pomiędzy gospodarką strefy euro a resztą świata⁴.

Sektor gospodarstw domowych obejmuje wszystkie gospodarstwa domowe jako konsumentów towarów i usług oraz będące rezydentami przedsiębiorstwa nie prowadzone w formie spółki kapitałowej, czyli osoby prowadzące indywidualną działalność gospodarczą oraz większość spółek osobowych, które nie posiadają osobowości prawnej. Sektor gospodarstw domowych również generuje więc produkcję i dochody z działalności gospodarczej. W rachunkach strefy euro instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych (organizacje dobroczynne, związki zawodowe itp.) są zgrupowane wraz z gospodarstwami domowymi, a ich waga gospodarcza jest dość ograniczona. Sektor przedsiębiorstw obejmuje wszystkie przedsiębiorstwa prywatne i publiczne prowadzone w formie spółki kapitałowej, które produkują wyroby i świadczą usługi niefinansowe na rynek. Sektor instytucji rządowych i samorządowych nie obejmuje zatem takich przedsiębiorstw, a jedynie instytucje rządowe szczebla centralnego oraz instytucje rządowe i samorządowe szczebla regionalnego i lokalnego, a także fundusze ubezpieczeń społecznych. Sektor instytucji rządowych i samorządowych nie jest więc tożsamy z tak zwanym sektorem publicznym.

Po raz pierwszy zestawiony został pełny i spójny rachunek zagranicy dla strefy euro. Oznacza to, że transakcje transgraniczne oraz należności finansowe pomiędzy państwami członkowskimi strefy euro zostały wyeliminowane z rachunku zagranicy dla strefy euro, co pozwoliło uniknąć asymetrii dwustronnych statystyk handlowych⁵. W konsekwencji wielkości importu i eksportu są znacznie mniejsze, niż gdyby zastosowano prostą agregację danych krajowych, ze względu na to, że około połowy obrotów handlu zagranicznego poszczególnych państw członkowskich dotyczy strefy euro.

³ Jest to metoda odmienna od stosowanej w przypadku statystyki finansów publicznych przedstawionej w tabelach 6.1, 6.2 i 6.3 rozdziału „Statystyka strefy euro” w Biuletynie Miesięcznym, gdzie dane są przedstawiane w ujęciu skonsolidowanym.

⁴ Oznacza to, że rachunki strefy euro uwzględniają (po nieznacznym przekształceniu) statystykę bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro.

⁵ W efekcie nominalny PKB strefy euro bardzo nieznacznie skorygowano w dół (o niecały 1%).

2.2 OD PRODUKCJI PO ZACIĄGANIE I UDZIELANIE POŻYCZEK

Rachunki strefy euro odnotowują w zasadzie każdą transakcję pomiędzy uczestnikami życia gospodarczego w danym okresie oraz pokazują bilanse otwarcia i bilanse zamknięcia aktywów i pasywów finansowych. Transakcje te są zgrupowane w sekwencji rachunków, z których każdy obejmuje określony proces gospodarczy: od produkcji, tworzenia dochodów oraz pierwotnego i wtórnego podziału dochodów poprzez wykorzystanie dochodów na spożycie i inwestycje po transakcje finansowe, takie jak zaciąganie i udzielanie pożyczek. Każda transakcja jest ujmowana jako zwiększenie przychodów pewnego sektora oraz zwiększenie rozchodów innego sektora. Dla przykładu, w przypadku kategorii transakcji „odsetki”, po stronie przychodów ujmuje się należności poszczególnych sektorów gospodarki z tytułu odsetek, zaś po stronie rozchodów – zobowiązania z tytułu odsetek. Dla każdego rodzaju transakcji łączna kwota przychodów wszystkich sektorów oraz zagranicy jest równa łącznej kwocie rozchodów⁶. Każdy rachunek ma swój wynik, którego wartość jest równa różnicy całkowitej wartości przychodów i całkowitej wartości rozchodów lub różnicy całkowitej zmiany aktywów finansowych i całkowitej zmiany pasywów. Zazwyczaj wynik taki (np. wielkość PKB albo oszczędności) jest ważnym wskaźnikiem gospodarczym, przenoszonym do następnego rachunku. Tabela 3 na końcu artykułu skróto przedstawia rachunki strefy euro.

W rachunku produkcji na przykład najważniejszym przychodem jest produkcja wyrobów i usług, do której dodaje się podatki i odejmuje dotacje, co pozwala obliczyć całkowitą wartość przychodów. Głównym rodzajem rozchodów w rachunku produkcji jest zużycie pośrednie, tj. konsumpcja towarów i usług w procesie produkcji innych towarów i usług. Różnicą przychodów i rozchodów w tym rachunku jest wartość dodana brutto. Wartość dodana brutto jest następnie przenoszona jako przychody do na-

stępnego rachunku – rachunku podziału dochodów, którego wynikiem są dochody do dyspozycji brutto. Tego rodzaju koncepcyjne i numeryczne powiązanie poszczególnych rachunków umożliwia spójne wyprowadzanie kluczowych wskaźników gospodarczych. Powiązanie pomiędzy rachunkami niefinansowymi i finansowymi zapewnia pozycja wynikowa „wierzytelności netto/zadłużenie netto”, którą można wyprowadzić zarówno z ostatniego rachunku niefinansowego (rachunku kapitałowego), jak i z rachunku transakcji finansowych. W rachunku kapitałowym pozycję „wierzytelności netto/zadłużenie netto” uzyskuje się poprzez porównanie „akumulacji brutto” (czyli głównie inwestycji w dobra kapitałowe) powiększonych o „przyrost netto aktywów niefinansowych nieprodukowanych” (takich jak grunty czy licencje) z wielkością „oszczędności brutto” powiększonych o „transfery kapitałowe” netto. Jeśli wielkość oszczędności powiększonych o otrzymane transfery kapitałowe netto jest wyższa niż wielkość inwestycji niefinansowych, dany sektor ma nadwyżkę środków i staje się pożyczkodawcą netto wobec innych sektorów. W rachunku transakcji finansowych takiego sektora nabycie aktywów finansowych jest wyższe niż nabycie zobowiązań finansowych⁷.

2.3 MAJĄTEK FINANSOWY NETTO I AKTUALIZACJA WYCENY

Bilanse przedstawiają sytuację finansową poszczególnych sektorów, w podziale na różne kategorie aktywów i pasywów finansowych (np. depozyty, kredyty, akcje i udziały), oraz zmiany sytuacji finansowej w okresie referencyjnym. Aktywa i pasywa finansowe wycenia się według cen rynkowych. Bilans zmienia się nie tylko w wyniku zakułowanych transakcji finansowych, ale również innych zmian aktywów. Choć ta ostatnia kategoria obejmuje głównie aktualizację wyceny w związku

⁶ W transakcji dotyczących aktywów, np. zaciągnięcia kredytów czy nabycia akcji, dokonuje się rozróżnienia pomiędzy „zmianą stanu pasywów” i „zmianą stanu aktywów”, a nie pomiędzy przychodami i rozchodami. Rachunek zagranicy przedstawia transakcje i pozycje transgraniczne z punktu widzenia zagranicy, czyli import strefy euro jest ujmowany jako przychody, a eksport – jako rozchody.

⁷ Rachunki finansowe i niefinansowe oraz bilanse strefy euro zestawiono w jednym procesie. Dzięki temu osiągnięto pełną zgodność pomiędzy rachunkiem finansowym i niefinansowym dla sektora instytucji rządowych i samorządowych, dla instytucji finansowych i dla zagranicy (nie jest więc potrzebna pozycja „błędy i opuszczenia”). W przypadku sektora gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw nadal występują pewne rozbieżności, w tej samej kwocie lecz o przeciwnym znaku. Są one jednak stosunkowo niewielkie w porównaniu z rozbieżnościami, jakie wystąpiłyby w przypadku prostej agregacji danych z niezintegrowanych krajowych rachunków finansowych i niefinansowych.

ze zmianami cen rynkowych instrumentów finansowych, uwzględnia również inne czynniki, np. umorzenie długów. Możliwość spójnego obliczania zysków i strat z tytułu posiadanych instrumentów finansowych według sektorów i według instrumentu pozwala przeprowadzać wyczerpujące analizy, np. wpływu tych zmian na zachowania gospodarcze gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Rachunek zagranicznych aktywów i pasywów finansowych pokazuje sytuację finansową strefy euro wobec reszty świata. Zmiany cen wynikające z wahań kursów walutowych w oczywisty sposób znacząco wpływają na pozostałe zmiany w rachunku zagranicy.

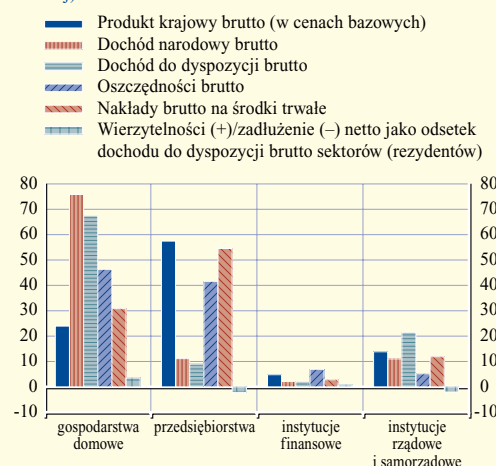
3 UDZIAŁ SEKTORÓW W AGREGATACH MAKROEKONOMICZNYCH

Rachunki strefy euro zawierają szereg podstawowych wskaźników gospodarczych, zarówno dla poszczególnych sektorów, jak i dla strefy euro jako całości. W tej części przedstawione zostaną najbardziej istotne cechy charakterystyczne poszczególnych sektorów strefy euro oraz ich udział w kształtowaniu się ważnych agregatów makroekonomicznych.

Największy udział w tworzeniu wartości dodanej w strefie euro mają przedsiębiorstwa (średnio 58% w okresie 1999–2004), natomiast nieco mniej niż jedna czwarta jest generowana przez działalność produkcyjną gospodarstw domowych w przedsiębiorstwach nie związanych w formie spółki kapitałowej oraz przez mieszkania zajmowane przez właścicieli (zob. wykres 1). Udział sektora instytucji rządowych i samorządowych stanowi nieco ponad 10%. Większość wartości dodanej wytworzonej w sektorach przedsiębiorstw oraz instytucji rządowych i samorządowych jest przekazywana gospodarstwom domowym w formie wynagrodzeń i składek pracodawców na ubezpieczenia społeczne. Zdecydowana większość dochodu narodowego brutto gromadzi się więc w sektorze gospodarstw domowych. Następnie ulega pewnemu zmniejszeniu poprzez redystrybucję w postaci podatków, płatności netto na ubezpieczenia społeczne i innych transferów, przekazywanych głównie na rzecz instytucji rządowych i samorządowych (por.

Wykres 1 Udział sektorów (rezydentów) w podstawowych agregatach ekonomicznych w strefie euro w latach 1999-2004

(średnie za okres; jako procent całości, o ile nie zaznaczono inaczej)



Źródła: EBC i Eurostat.

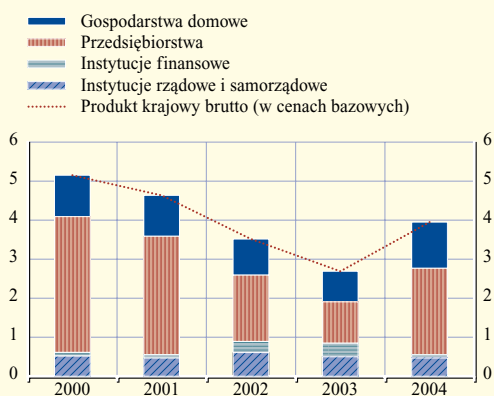
podział dochodu narodowego brutto i dochodów do dyspozycji brutto na wykresie 1).

Dochód do dyspozycji może być przeznaczony na konsumpcję lub oszczędności. W analizowanym okresie inwestycje niefinansowe przedsiębiorstw przewyższały oszczędności (powiększone o otrzymane transfery kapitałowe netto), co oznacza, że sektor ten w ujęciu netto był pożyczkobiorcą. Sektor instytucji rządowych i samorządowych również miał deficyt, w przeciwieństwie do gospodarstw domowych, których oszczędności znacznie przewyższały inwestycje niefinansowe (np. w nowe lokale mieszkalne lub przedsiębiorstwa nie prowadzone w formie spółki kapitałowej), choć ich nakłady na środki trwałe nadal stanowiły ponad 30% tych nakładów dla całej strefy euro. Gospodarstwa domowe udzielały zatem finansowania pozostałym sektorom rezydentów i sektorowi zagranicy, głównie za pośrednictwem przedsiębiorstw finansowych, które działają przede wszystkim jako pośrednicy finansowi i zazwyczaj mają (stosunkowo niewielką) nadwyżkę finansową.

Wierzytelności netto i zadłużenie netto sektorów rezydentów zasadniczo się równoważą, co oznacza, że gospodarka strefy euro finansuje większość swoich inwestycji (niefinansowych) z oszczędności krajowych. Na poziomie ogólnym bilans strefy euro

Wykres 2 Udziały sektorów w dynamice nominalnego PKB strefy euro

(roczne stopy wzrostu i udziały w punktach procentowych)



Źródła: EBC i Eurostat.

wykazywał nieznaczne zadłużenie netto w latach 1999–2001 oraz nieznaczne wierzytelności netto w latach 2002–2004. Rachunek transakcji finansowych zagranicą pokazuje tę sytuację w rozbiciu na poszczególne instrumenty finansowe.

Przejdźmy teraz do udziału poszczególnych sektorów w kształtowaniu się kluczowych agregatów makroekonomicznych. Wykresy 2 i 3 przedstawiają udział każdego z sektorów w rocznej dynamice nominalnego PKB strefy euro oraz akumulacji brutto w latach 2000–2004. Z wykresu 2 widać wyraźnie, że wahania tempa wzrostu PKB wynikają głównie ze zmian udziału sektora przedsiębiorstw w tym wzroście. Udział we wzroście wartości dodanej generowanej przez gospodarstwa domowe jest bardziej stabilny.

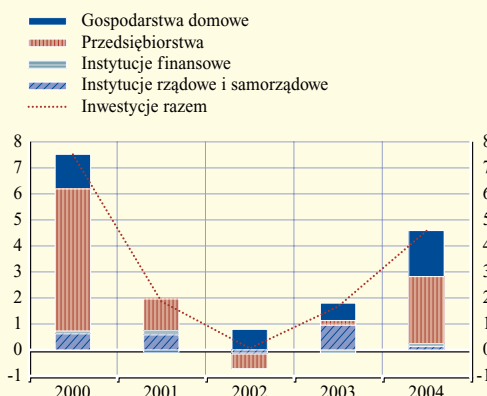
Jak można było oczekiwać, dynamika akumulacji (w cenach bieżących) jest bardzo niestabilna. W latach 2000–2002 wielkość ta spadła do zera, po czym znacząco wzrosła (zob. wykres 3). Wahania inwestycji przedsiębiorstw były jeszcze większe. Udział sektora gospodarstw domowych był stosunkowo wysoki w 2004 r.

4 ANALIZA RACHUNKÓW SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH I SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW W LATACH 1999-2004

W tej części omówiono najważniejsze cechy rachunków finansowych i niefinansowych gospo-

Wykres 3 Udziały sektorów w nominalnej dynamice nakładów brutto na środki trwałe

(roczne stopy wzrostu i udziały w punktach procentowych)



Źródła: EBC i Eurostat.

darstw domowych i przedsiębiorstw. Interakcje pomiędzy tymi dwoma sektorami w dużym stopniu odpowiadają za zmiany sytuacji gospodarczej.

4.1 GOSPODARSTWA DOMOWE

Jak widać w tabeli 1, wynagrodzenia za prace najemną są najważniejszym składnikiem dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Ich średni udział w latach 1999–2004 wynosił 74%. Udział dochodów mieszanych uzyskiwanych przez gospodarstwa domowe z tytułu samozatrudnienia oraz nadwyżka operacyjna brutto z mieszkań zajmowanych przez właścicieli stanowiły 24% dochodu do dyspozycji brutto, podczas gdy dochody netto z tytułu własności – 16%. Ważnym składnikiem dochodów z tytułu własności są odsetki otrzymane od depozytów i dłużnych papierów wartościowych, które wyraźnie przewyższają odsetki od kredytów i pożyczek zapłacone przez gospodarstwa domowe; wpływ netto z tytułu odsetek stanowiły średnio 2% dochodu do dyspozycji brutto w latach 1999–2004. Ponieważ w okresie tym podatki pośrednie i składki na ubezpieczenia społeczne płacone na rzecz sektora instytucji rządowych i samorządowych przewyższały różne transfery na rzecz sektora gospodarstw domowych, efekt netto redystrybucji dochodu na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych był ujemny i wynosił średnio -13% dochodu do dyspozycji brutto.

Tabela 1 Gospodarstwa domowe – od dochodów pierwotnych do transakcji finansowych

(w mld EUR, o ile nie podano inaczej)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999-2004 % DDD ¹⁾²⁾
Wynagrodzenia pracowników	3.128	3.294	3.443	3.559	3.648	3.747	74
+ dochody mieszane brutto + nadwyżka operacyjna brutto	1.012	1.056	1.111	1.155	1.191	1.254	24
+ dochody z tytułu własności (należności-zobowiązania)	687	732	760	737	744	762	16
w tym: odsetki (należności-zobowiązania)	126	129	128	108	106	99	2
Dochód pierwotny	4.828	5.082	5.314	5.450	5.583	5.762	113
- podatki od dochodów i majątku.	634	672	687	697	700	708	15
- składki na ubezpieczenia społeczne (zobowiązania-należności)	1.194	1.247	1.289	1.334	1.386	1.428	28
+ świadczenia społeczne inne niż transfery socjalne w naturze (należności-zobowiązania)	1.181	1.217	1.271	1.342	1.395	1.438	28
+ pozostałe transfery bieżące (należności-zobowiązania)	49	54	58	64	67	64	1
Dochód do dyspozycji brutto	4.230	4.436	4.668	4.824	4.959	5.129	100
+ korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych	45	46	49	51	56	61	1
- spożycie	3.666	3.870	4.040	4.156	4.279	4.428	87
Oszczędności brutto	609	612	676	719	736	762	15
+ transfery kapitałowe (należności-zobowiązania)	25	26	18	7	13	16	0
- akumulacja brutto	434	451	446	457	469	496	10
- Przyrost niefinansowych aktywów nieprodukowanych	-2	-4	-3	-4	0	-2	0
Wierzytelności netto (+)/Zadłużenie netto (-)	202	191	251	272	281	283	5
= transakcje dotyczące aktywów finansowych	511	462	485	491	517	578	11
- transakcje dotyczące zobowiązań	305	273	221	203	218	308	5
+ saldo błędów i opuszczeń	-4	2	-13	-17	-19	14	0

Źródła: Eurostat i EBC.

1) Udział dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych (w tym podmiotów niekomercyjnych działających na ich rzecz).

2) Składniki mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

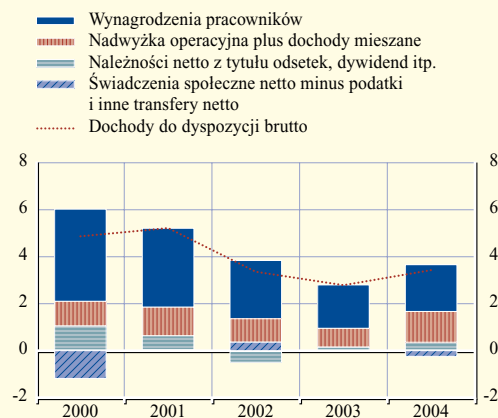
W 2004 r. roczne tempo wzrostu dochodów do dyspozycji brutto (w ujęciu nominalnym) wzrosło, po trzyletnim okresie znacznego spadku (zob. wykres 4). Wzrost w 2004 r. związany był przede wszystkim z wyższym udziałem dochodów mieszanych i nadwyżki operacyjnej, podczas gdy spadek w okresie poprzedzającym wynikał głównie z niższego tempa wzrostu wynagrodzeń za pracę najemną. Redystrybucja dochodów miała jedynie ograniczony wpływ na przebieg wzrostu dochodów w analizowanym okresie.

Dochody do dyspozycji brutto mogą być przeznaczone na spożycie lub oszczędności. Oszczędności obejmują zmianę udziału netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych, będącą odbiciem składek wnoszonych do programów emerytalnych przez pracodawców. Ten stosunkowo niewielki składnik (zob. tabela 1) nie może być naturalnie przeznaczony na natychmiastową konsumpcję. W 2000 r. oszczędności brutto gospodarstw domowych w strefie euro (w relacji

do dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych) spadły, a następnie wzrosły i utrzymywały się na zasadniczo stabilnym poziomie około 15% do 2004 r. (zob. wykres 5). Wpłynęło na to kilka czynników. Dla przykładu, w wyniku wysokiego wzrostu dochodów z pracy najemnej i optymistycznych oczekiwań co do kształtowania się dochodów pod koniec lat 90., gospodarstwa domowe mogły zaabsorbować towarzyszący im wzrost podatków i składek na ubezpieczenia społeczne obniżając swoją stopę oszczędności. Ponadto wzrost majątku finansowego i niefinansowego pod koniec lat 90. w kontekście rosnącej wartości akcji i udziałów oraz cen nieruchomości mieszkaniowych mógł zwiększyć skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji, prowadząc tym samym do spadku stopy oszczędności. Powrót do nieco wyższej stopy oszczędności w latach 2002–2004 wiąże się najprawdopodobniej z przedłużającym się okresem niepewności ekonomicznej i finansowej po krachu tzw. nowej gospodarki i obawami co do wydolności systemów zabezpieczenia społecznego.

Wykres 4 Dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych

(roczne stopy wzrostu i udział w punktach procentowych)

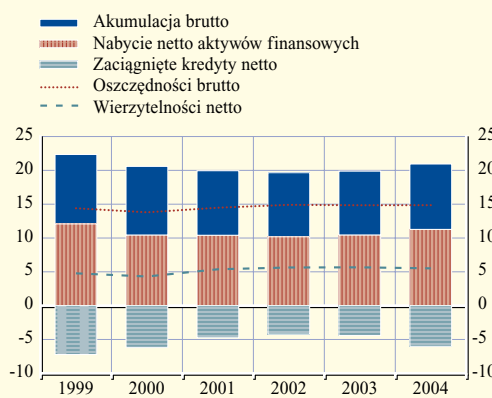


Źródła: EBC i Eurostat.

Gospodarstwa domowe inwestują swoje oszczędności w aktywa finansowe bądź niefinansowe; ta druga kategoria odzwierciedla głównie zakupy nowych nieruchomości mieszkaniowych oraz inwestycje w majątek trwały przedsiębiorstw zawiązanych w formie spółek osobowych. Gospodarstwa domowe zazwyczaj finansują część tych inwestycji długiem, zaciągając kredyty i pożyczki. Poprzez decyzje dotyczące oszczędności, inwestycji w aktywa i finansowania gospodarstwa domowe są w stanie przenieść część swoich dochodów w czasie, wyrównując tym samym poziom wydatków w czasie. Zadłużenie netto gospodarstw domowych w relacji do ich dochodów do dyspozycji brutto spadło w latach 1999–2002, ale następnie wzrosło, do nieco ponad 5% w 2004 r. Jednocześnie akumulacja brutto utrzymywała się przez cały analizowany okres na wysokim poziomie (średnio około 10% dochodu do dyspozycji brutto), głównie ze względu na niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i oczekiwany dalszy wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych. Poprzez zaciąganie długu i akumulację aktywów finansowych i niefinansowych gospodarstwa domowe mogą reagować na zmiany swoich dochodów, czy to oczekiwane (np. emerytura), czy też nieoczekiwane (np. utrata pracy). W latach 1999–2004 inwestycje gospodarstw domowych w strefie euro w aktywa wynosiły średnio nieco ponad 20% ich dochodów do dyspozycji brutto, przy czym udział aktywów nie-

Wykres 5 Oszczędności, inwestycje i zadłużenie gospodarstw domowych

(jako procent dochodów do dyspozycji brutto)



Źródła: EBC i Eurostat.

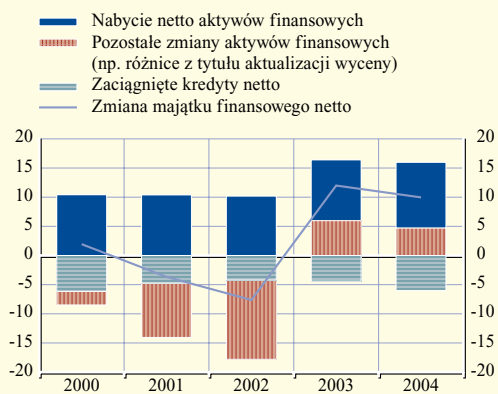
finansowych był nieco niższy niż aktywów finansowych (zob. wykres 5).

Wierzytelności netto gospodarstw domowych w latach 1999–2004 utrzymywały się na zasadniczo stabilnym poziomie, średnio 5% dochodów do dyspozycji brutto. Ta sytuacja gospodarstw domowych jako pożyczkodawcy netto w ostatnich latach odpowiadała wzrostowi nowego zadłużenia netto, ponieważ wzrostowi zadłużenia towarzyszył analogiczny wzrost inwestycji finansowych netto. Te ogólne trendy kryją oczywiście zróżnicowane zachowania wewnątrz sektora.

Analiza informacji zawartych w rachunkach finansowych pokazuje, że zmiany w majątku finansowym netto gospodarstw domowych odzwierciedlają nabycie netto aktywów finansowych, zmiany cen aktywów finansowych oraz zadłużenie po odliczeniu dotychczasowych spłat. Na wykresie 6 widać, że zmiany majątku finansowego gospodarstw domowych strefy euro w latach 2000–2004 można w znacznym stopniu przypisać zmianom cen rynkowych instrumentów finansowych (głównie akcji i innych instrumentów udziałowych), natomiast nabycie netto instrumentów finansowych jako odsetek dochodów do dyspozycji brutto pozostało stosunkowo stabilne. Warto zauważyć, że w okre-

Wykres 6 Zmiany aktywów finansowych, zadłużenia i majątku finansowego netto gospodarstw domowych

(jako procent dochodów do dyspozycji brutto)



Źródła: EBC i Eurostat.

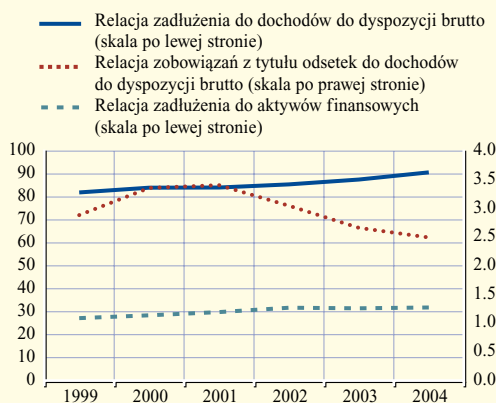
sie podwyższonej niepewności gospodarczej i finansowej (zwłaszcza w latach 2000–2001) wartość nowego zadłużenia zmniejszyła się, by następnie, w warunkach niskich stóp procentowych, znowu wzrosnąć.

W analizowanym okresie można wyróżnić dwie odmienne fazy z punktu widzenia kształtowania się inwestycji finansowych gospodarstw domowych. W latach 1999–2000, w warunkach wysokich wzrostów cen akcji, podmioty te inwestowały w akcje i jednostki funduszy inwestycyjnych. Od 2001 r. natomiast zwiększył się udział gotówki i depozytów w inwestycjach gospodarstw domowych, co było odbiciem zmiany preferencji na rzecz aktywów bezpiecznych i płynnych. Inwestycje w ubezpieczenia na życie i fundusze emerytalne – ze swej natury bardziej stabilne – stanowiły niemal 40% łącznych inwestycji finansowych gospodarstw domowych.

Jednym ze zjawisk, które ze względu na swoje implikacje dla procesu transmisji polityki pieniężnej przyciągnęły większą uwagę na początku nowego wieku, był wzrost poziomu zadłużenia gospodarstw domowych. Ekspansywne zachowania gospodarstw domowych w zakresie finansowania w połączeniu ze stosunkowo ograniczonym wzrostem dochodów doprowadziły do dalszego wzrostu zagregowanego zadłuże-

Wykres 7 Zadłużenie gospodarstw domowych

(w procentach)



Źródła: EBC i Eurostat.

nia tego sektora w relacji do dochodów do dyspozycji brutto. Pod koniec 2004 r. wskaźnik ten wynosił ponad 90% (wzrost z 82% w końcu lat 90.) (zob. wykres 7). Jednocześnie wzrósł też wskaźnik zadłużenia w relacji do aktywów finansowych, z poziomu 27% w 1999 r. do 32% w 2004 r. W relacji do sumy aktywów zadłużenie nie wzrosło tak silnie, bo w warunkach szybko rosnących cen nieruchomości mieszkalnych majątek niefinansowy gospodarstw domowych rósł szybciej niż ich majątek finansowy. Kolejnym ważnym czynnikiem przy ocenie rosnącego wskaźnika zadłużenia (w relacji do dochodów) są zmiany wysokości kosztów obsługi zadłużenia przez gospodarstwa domowe. Ponieważ od 2000 r. stopy procentowe generalnie spadały, koszty odsetek od kredytów w relacji do dochodów do dyspozycji brutto w tym okresie spadły, pomimo wzrostu wysokości zadłużenia.

4.2 PRZEDSIĘBIORSTWA

Podstawowym wskaźnikiem dla tego sektora są dochody z tytułu przedsiębiorczości powstające w procesie produkcji⁸. Pojęcie to jest zbliżone do koncepcji zysków bieżących w rachunkowości przedsiębiorstw (zysków po odjęciu wyniku z ty-

⁸ Dochody z tytułu przedsiębiorczości mierzy się w ujęciu netto lub brutto. W ujęciu brutto obejmują one zużycie kapitału trwałego (amortyzację).

Tabela 2 Przedsiębiorstwa – od wartości dodanej do dochodu z tytułu przedsiębiorczości

(w mld EUR)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Wartość dodana brutto	3.247	3.449	3.642	3.751	3.817	3.962
– wynagrodzenia pracowników	1.958	2.074	2.178	2.243	2.289	2.348
– podatki od produkcji i importu	100	103	105	107	108	115
+ dotacje	51	49	50	50	50	51
Nadwyżka operacyjna brutto	1.239	1.320	1.410	1.452	1.471	1.549
+ dochody z tytułu własności	211	300	331	308	295	315
– zobowiązania z tytułu odsetek	175	235	266	239	222	221
– renty gruntowe/czynszowe ¹⁾	6	7	8	8	9	9
Dochody brutto z tytułu przedsiębiorczości	1.270	1.378	1.466	1.513	1.535	1.635
– amortyzacja środków trwałych	489	524	555	577	592	614
Dochody z tytułu przedsiębiorczości netto	780	854	912	936	943	1.021

Źródła: Eurostat i EBC.

1) Dotyczą gruntów, licencji i innych aktywów nieprodukowanych.

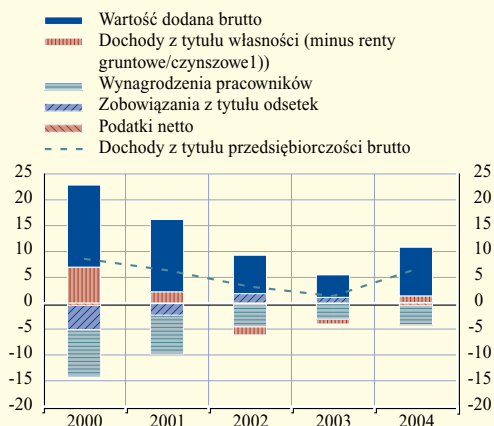
tułu odsetek, ale przed dywidendą i podatkiem). Tabela 2 pokazuje, że dochody z tytułu przedsiębiorczości brutto oblicza się następująco: wartość dodana brutto minus wynagrodzenia pracowników i podatki od produkcji i importu, plus dotacje minus odsetki i renty gruntowe/czynszowe do zapłacenia, plus dochody przedsiębiorstw z tytułu własności aktywów finansowych (w tym dywidendy i niepodzielony wynik finansowy z bezpośrednich inwestycji zagranicznych).

W 2004 r., po czterech latach spadku, dynamika dochodów brutto z tytułu przedsiębiorczości

w strefie euro wzrosła (zob. wykres 8). Jej przebieg w analizowanym okresie kształtował się nie tylko pod wpływem zmian wartości dodanej brutto i wynagrodzeń pracowników, ale także pod wpływem zmian dochodów przedsiębiorstw z tytułu własności aktywów finansowych – głównie dywidend z tytułu inwestycji w inne przedsiębiorstwa. Spadek zysków w latach 2002–2003 skompensowały w pewnym stopniu spadające koszty obsługi zadłużenia w warunkach obniżek stóp procentowych. Spadek rentowności w latach 2000–2003 jest zasadniczo zgodny z przebiegiem zmian rentowności spółek giełdowych,

Wykres 8 Dochody przedsiębiorstw z tytułu przedsiębiorczości brutto

(roczna stopa wzrostu i udziały w punktach procentowych)

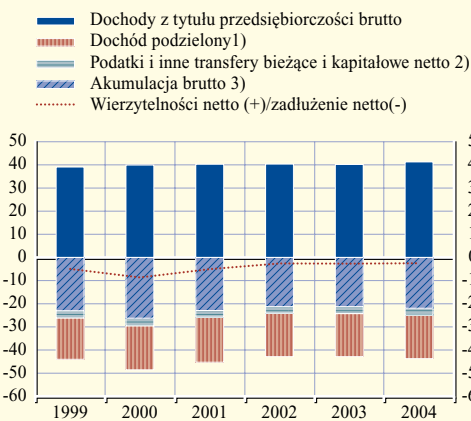


Źródła: Eurostat i EBC.

1) Dotyczą gruntów, licencji i innych aktywów nieprodukowanych.

Wykres 9 Podział dochodu i inwestycje przedsiębiorstw

(jako procent wartości dodanej brutto)

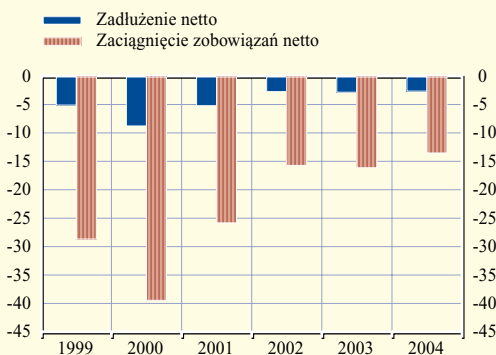


Źródła: EBC i Eurostat.

- 1) Plus reinwestowane zyski z bezpośrednich inwestycji zagranicznych.
- 2) Plus korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych.
- 3) Plus przyrost aktywów niefinansowych nieprodukowanych.

Wykres 10 Zadłużenie przedsiębiorstw

(jako procent wartości dodanej brutto)



Źródła: EBC i Eurostat.

wyznaczonym na podstawie danych z rocznych sprawozdań finansowych zagregowanych na poziomie firmy⁹. Wobec korzystnych warunków finansowania, restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw i umiarkowanej sytuacji płacowej, wzrost zysków w 2004 r. mocno odbił w górę, niemal powracając do poziomu z 2000 r. Ponadto w 2004 r. pomimo wysokiego wskaźnika zadłużenia sektora przedsiębiorstw, koszty z tytułu odsetek netto nie doprowadziły do spadku dynamiki zysków w 2004 r.

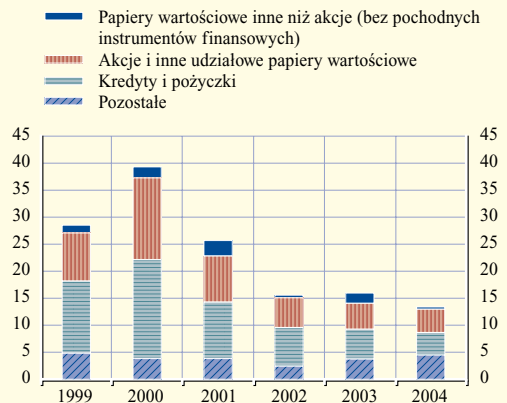
Po opłaceniu podatków i dokonaniu innych transferów bieżących przedsiębiorstwa mogą podzielić pozostałe dochody z tytułu przedsiębiorczości (powiększone o transfery kapitałowe netto) pomiędzy swoich właścicieli, lub zatrzymać je w celu zainwestowania w środki trwałe lub aktywa finansowe¹⁰. Na wykresie 9 widać, że suma zapłaconych podatków, przekazanych transferów netto, wypłaconych dywidend i nakładów na środki trwałe zwykle jest wyższa niż dochody z tytułu przedsiębiorczości,

⁹ Zob. ramka 5 pt. Zmiany rentowności przedsiębiorstw i w pozyskiwaniu finansowania przez giełdowe spółki strefy euro w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2006 r.

¹⁰ Przegląd sytuacji w zakresie finansowania przedsiębiorstw w strefie euro w ostatnim okresie można znaleźć w artykule pt. Developments in corporate finance in the euro area w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2005 r. i bibliografii do tego artykułu.

Wykres 11 Finansowanie zewnętrzne przedsiębiorstw

(jako procent wartości dodanej brutto)



Źródła: EBC i Eurostat.

Uwaga: Pozycja „Pozostałe” obejmuje udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i rezerwach funduszy emerytalnych, pozostałe zobowiązania i finansowe instrumenty pochodne.

a zatem przedsiębiorstwa są dłużnikami netto. Taka sytuacja miała miejsce zwłaszcza w latach 1999–2000. Jednocześnie w okresie tym znacznie wzrosło nabycie netto aktywów finansowych (głównie w postaci akcji i innych instrumentów kapitałowych), co jest odbiciem dokonanych wówczas fuzji i przejęć¹¹. W efekcie wzrost pasywów netto w latach 1999–2000 był również dość wysoki (wykres 10). Późniejszy okres powolnego wzrostu gospodarczego przyczynił się do znacznego relatywnego spadku zadłużenia przedsiębiorstw. W 2004 r. dynamika dochodów z tytułu przedsiębiorczości ponownie się ożywiła (zob. wykres 8), ale wzrosła również dynamika nakładów na środki trwałe (zob. wykres 3), co spowodowało brak zasadniczych zmian w poziomie zadłużenia netto w porównaniu z rokiem 2003¹².

Wykres 11 przedstawia zaciągnięte zobowiązania netto przedsiębiorstw według rodzaju. Widać na nim, że osłabienie potrzeb pożyczkowych po okresie boomu inwestycyjnego

¹¹ Zob. ramka 4 pt. Merger and acquisition activity and the composition of the financial account of the euro area balance of payments w Biuletynie Miesięcznym z sierpnia 2002 r. oraz ramka 4 pt. Recent trends in merger and acquisition activity in the euro area w Biuletynie Miesięcznym z lipca 2006 r.

¹² Przegląd dynamiki inwestycji w strefie euro w 2004 r. można znaleźć w ramce 7 pt. Latest developments in investment by type of product w Biuletynie Miesięcznym z maja 2005 r.

w latach 1999–2000 spowodowało spadek zewnętrznego finansowania przy pomocy długu (kredyty i wyemitowane papiery wartościowe) oraz finansowania kapitałowego.

5 WNIOSKI

W maju 2006 r. po raz pierwszy opublikowano rachunki strefy euro, obejmujące zintegrowane rachunki finansowe i niefinansowe oraz bilanse poszczególnych sektorów instytucjonalnych. Rachunki strefy euro pozwalają w sposób spójny analizować zmiany sytuacji gospodarczej i finansowej poszczególnych sektorów instytucjonalnych. Dostarczają wyczerpujących informacji nie tylko o aktywności gospodarstw domowych, przedsiębiorstw oraz instytucji rządowych i samorządowych, ale też o interakcjach gospodarczych pomiędzy gospodarką strefy euro i światem zewnętrznym (dzięki kompletnemu rachunkowi zagranicy). Spójność tych nowych statystyk jest dużym osiągnięciem, które w kontekście analizy monetarnej i makroekonomicznej prowadzonej w EBC pozwala lepiej zrozumieć zachowania uczestników życia gospodarczego w ogóle, a gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w szczególności, odnoszące się do produkcji, dystrybucji dochodów, oszczędności, inwestowania i finansowania.

Od wiosny 2007 r. oprócz rocznych rachunków strefy euro publikowane będą regularnie rachunki kwartalne. Udostępnienie spójnego zestawu statystyk finansowych i niefinansowych z taką częstotliwością pozwoli bardziej szczegółowo oceniać funkcjonowanie mechanizmu transmisji monetarnej, m.in. dzięki obecności spójnych danych dotyczących efektu dochodowego i majątkowego oraz ich wpływu na spożycie i akumulację gospodarstw domowych.

Tabela 3 Rachunki strefy euro za 2004 r. – układ skrócony

(w mld EUR; w cenach bieżących)

Rozchody								Rachunki niefinansowe	Przychody							
Gospo- darstwa domowe ^{*)}	Instytucje rządowe i samorzą- dowe	Instytucje finansowe	Przedsię- biorstwa	Gospodarka ogółem	Zagranica	Suma sektorów	Suma sektorów		Zagranica	Gospodarka ogółem	Przedsię- biorstwa	Instytucje finansowe	Instytucje rządowe i samorzą- dowe	Gospo- darstwa domowe ^{*)}		
RACHUNEK WYMIANY Z ZAGRANICĄ																
					1,49											
								Eksport towarów i usług								
								Import towarów i usług	1,362							
RACHUNEK PRODUKCJI																
								Produkcja globalna	14,229		14,229	9,539	676	1,342	2,672	
992	384	341	5,577	7,294		7,294	Zużycie pośrednie									
								Podatki od produktów minus dotacje do produktów ¹⁾	793		793					
1,680	958	335	3,962	7,728		7,728	Wartość dodana brutto/PKB ²⁾									
RACHUNEK PODZIAŁU DOCHODU																
								Wartość dodana brutto/PKB ²⁾	7,728		7,728	3,962	335	958	1,680	
394	807	189	2,348	3,739	15	3,754	Wynagrodzenia pracowników	3,754	7	3,747						
45	18	13	115	1,052		1,052	Podatki związane z produkcją i importem ¹⁾	1,052	24	1,028				1,028		
	100			100	37	137	Dotacje ¹⁾	137		137	51	1	4	12		
136	243	1,030	977	2,385	245	2,631	Dochody z tytułu własności	2,631	303	2,327	315	1,054	60	898		
708	1	44	126	880	4	884	Podatki obowiązkowe od dochodów i majątku	884	1	882				882		
1,432				1,432	2	1,435	Składki na ubezpieczenia społeczne	1,435	4	1,431	73	144	1,210	4		
5	1,287	98	62	1,451	3	1,454	Świadczenia społeczne inne niż transfery socjalne w naturze	1,454	11	1,443				1,443		
254	154	184	86	677	33	710	Inne transfery bieżące	710	105	606	39	184	65	318		
5,129	1,598	160	727	7,613		7,613	Dochody do dyspozycji brutto									
RACHUNEK WYKORZYSTANIA DOCHODÓW DO DYSPOZYCJI																
								Dochody do dyspozycji brutto	7,613		7,613	727	160	1,598	5,129	
4,428	1,576			6,004		6,004	Spżycie									
1	0	49	12	62	0	62	Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gosp. domowych w rezerwach funduszy emerytalnych	62	1	61				61		
762	21	111	715	1,608		1,608	Oszczędności brutto									
RACHUNEK KAPITAŁOWY																
								Oszczędności brutto/saldo obrotów bieżących z zagranicą	1,596	-13	1,608	715	111	21	762	
38	101	11	10	160	24	184	Transfery kapitałowe	184	8	177	65	4	54	54		
496	189	42	868	1,596		1,596	Akumulacja									
-2	0	0	1	0	0	0	Przyrost nieprodukowanych aktywów finansowych									
283	-216	61	-99	29	-29	0	Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-)									

Źródła: EBC i Eurostat.

*) Gospodarstwa domowe i podmioty niekomercyjne działające na ich rzecz

1) Brak danych dotyczących podatków od produktów (np. VAT) oraz dotacji do produktów według sektorów.

2) Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto wszystkich sektorów rezydentów powiększonej o podatki i pomniejszonej o dotacje do produktów. Suma sektorów rezydentów różni się zatem od sumy dla całej gospodarki.

Tabela 3 Rachunki strefy euro za 2004 r. – układ skrócony

(w mld EUR; w cenach bieżących)

Zmiana stanu aktywów finansowych							Rachunki finansowe ³⁾	Zmiana stanu zobowiązań i aktywów finansowych netto						
Gospodarstwa domowe ^{*)}	Institucje rządowe i samorządowe	Institucje finansowe	Przedsiębiorstwa	Gospodarka ogółem	Zagranica	Suma sektorów		Suma sektorów	Zagranica	Gospodarka ogółem	Przedsiębiorstwa	Institucje finansowe	Institucje rządowe i samorządowe	Gospodarstwa domowe ^{*)}
RACHUNEK TRANSAKCI FINANSOWYCH														
							Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-) (z rachunku kapitałowego)	0	-29	29	-99	61	-216	283
							Saldo błędów i opuszczeń	0	0	0	-14	0	0	14
							Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-) (z rachunku finansowego)	0	-29	29	-85	61	-216	269
578	43	3,205	446	4,271	808	5,079	Ogółem zmiany aktywów/pasywów finansowych	5,079	837	4,242	530	3,144	259	308
							Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnięcia (SDR-y)							
237	17	669	83	1,007	257	1,265	Gotówka i depozyty	1,265	144	1,121	0	1,100	21	
63	19	614	-49	647	262	909	Dłużne papiery wartościowe, bez finansowych instrumentów pochodnych	909	224	685	17	435	233	
-3	12	617	85	711	16	726	Kredyty i pożyczki	726	178	548	166	52	15	316
19	-4	340	165	520	255	776	Akcje i inne udziałowe papiery wartościowe	776	269	507	171	336		0
246	0	4	7	258	3	261	Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	261	1	259	13	244		2
15	-1	962	153	1,130	14	1,143	Inne należności/zobowiązania finansowe i finansowe instrumenty pochodne	1,143	21	1,122	164	977	-9	-10
POZOSTAŁE ZMIANY W RACHUNKU AKTYWÓW I PASYWÓW FINANSOWYCH														
							Pozostałe zmiany aktywów netto		142	-146	-324	-36	-26	240
241	51	-525	194	-39	75	36	Ogółem zmiany aktywów/pasywów finansowych ⁴⁾	40	-66	106	518	-490	77	0
BILANS ZAMKNIĘCIA														
							Aktywa finansowe (+)/pasywa finansowe (-) netto ⁴⁾		1,182	-1,053	-6,701	-49	-4,268	9,965
14,620	2,112	32,121	10,906	59,759	9,691	69,449	Ogółem aktywa finansowe/pasywa finansowe ⁴⁾	69,321	8,509	60,812	17,607	32,170	6,381	4,655
							Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnięcia (SDR-y)							
4,863	440	6,969	1,254	13,527	2,501	16,027	Gotówka i depozyty	16,027	1,691	14,336	0	14,033	304	
1,482	190	7,310	327	9,308	2,251	11,559	Dłużne papiery wartościowe, bez finansowych instrumentów pochodnych	11,559	1,839	9,719	629	4,360	4,730	
25	347	10,361	1,535	12,268	1,021	13,290	Kredyty i pożyczki	13,290	1,382	11,908	5,357	1,217	1,017	4,317
3,905	698	5,936	5,337	15,876	3,425	19,301	Akcje i inne udziałowe papiery wartościowe	19,301	3,065	16,236	9,011	7,220		5
4,040	3	115	118	4,275	112	4,387	Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	4,387	5	4,382	301	4,051		30
304	434	1,302	2,335	4,376	381	4,757	Inne należności/zobowiązania finansowe i finansowe instrumenty pochodne	4,757	526	4,231	2,309	1,289	330	303

*) Gospodarstwa domowe i podmioty niekomercyjne działające na ich rzecz

3) Dane nieskonsolidowane.

4) Złoto monetarne i SDR-y stanowią aktywa finansowe nie mające odpowiednika po stronie pasywów.