

Joanna Rutecka

Funkcjonowanie państwowych funduszy rezerwowych o celu emerytalnym – analiza doświadczeń Irlandii i Nowej Zelandii

Wiele krajów utworzyło rezerwowe fundusze emerytalne, które mają finansować deficyt bazowych systemów emerytalnych w okresie, gdy aktywność zawodową zakończą pokolenia wyżu demograficznego. Powołanie takich funduszy nie zależy od stosowanych w bazowym systemie formuł emerytalnych, lecz jest konsekwencją prognozowanych niedoborów w systemie emerytalnym wynikających ze zjawisk demograficznych. Państwowe emerytalne fundusze rezerwowe utworzono m.in. w Irlandii, Nowej Zelandii i Polsce. Chociaż wymienione kraje rozpoczęły gromadzenie rezerw emerytalnych w tym samym czasie, dalsze funkcjonowanie funduszy wyglądało zupełnie inaczej, głównie z powodu różnych bieżących potrzeb finansów publicznych. Inwestycje funduszy rezerwowych mają z założenia charakter długoterminowy, powinny być geograficznie zdywersyfikowane i oferować ponadprzeciętną stopę zwrotu w stosunku do ponoszonego ryzyka. Tak określona polityka inwestycyjna jest konsekwentnie prowadzona w Nowej Zelandii. W Irlandii i Polsce na stopy zwrotu i wielkość aktywów zgromadzonych w funduszach ogromny wpływ wywarły bieżące potrzeby finansów publicznych i krótkowzroczna polityka rządów.

Słowa kluczowe: system emerytalny, publiczny rezerwowy fundusz emerytalny, państwowy fundusz majątkowy, rezerwy emerytalne

Wprowadzenie

Wiele krajów przeprowadziło w ostatnich latach reformy systemów emerytalnych. Zmiany wymuszone były głównie przemianami demograficznymi i rosnącym udziałem osób starszych (w wieku 65 lat i więcej) w ludności krajów niemal na całym świecie. Reformy obejmowały korektę parametrów emerytalnych lub istotne zmiany w architekturze zabezpieczenia emerytalnego w celu poprawy stabilności finansowej w długim okresie. Najczęściej wprowadzano do formuł emerytalnych parametry demograficzne, aby uzależnić wysokość świadczenia emerytalnego od wieku zakończenia aktywności zawodowej. Podejmowano także decyzje o zastąpieniu wcześniejszej formuły zdefiniowanego świadczenia formułą zdefiniowanej składki, która zakłada ścisłe powiązanie emerytury z wysokością wpłaconych składek, długością okresu ich opłacania, stopą pomnażania praw emerytalnych oraz wiekiem przejścia na emeryturę. Formuła ta uważana jest za rozwiązanie zapewniające stabilność finansową

systemu emerytalnego w długim okresie, gdyż system nie obiecuje więcej, niż faktycznie wypracuje¹.

Systemy o zdefiniowanej składce pomagają dostosować wielkość wpływów i wydatków emerytalnych w perspektywie długoterminowej, nie są jednak w stanie rozwiązać wszystkich problemów związanych ze zjawiskami demograficznymi. Aby złagodzić skutki okresowych zmian w relacji pomiędzy liczbą osób aktywnych zawodowo a liczbą osób pobierających świadczenia emerytalne, wynikających z tzw. falowania demograficznego, w ramach publicznych systemów emerytalnych powoływane są specjalne fundusze rezerwowe. Fundusze te mają gromadzić środki w okresie relatywnie dobrej sytuacji demograficznej (relatywnie większej liczby pracujących w stosunku do liczby świadczeniobiorców) i wspomagać system emerytalny w latach, gdy relacja ta ulegnie znacznemu pogorszeniu. Fundusze takie zostały utworzone m.in. w Norwegii, Japonii, Australii, Polsce, Francji, Irlandii i Nowej Zelandii².

Celem artykułu jest dokonanie analizy funkcjonowania emerytalnych funduszy rezerwowych w dwóch wybranych krajach: Irlandii i Nowej Zelandii. Kraje te, choć powołały fundusze rezerwowe w tym samym czasie, zastosowały odmienne podejście do możliwości wykorzystania zgromadzonych środków. W końcowej części artykułu doświadczenia Irlandii i Nowej Zelandii odniesione zostaną do praktyki przedterminowego wykorzystania środków zgromadzonych w polskim funduszu rezerwowym o celu emerytalnym – Funduszu Rezerwy Demograficznej.

1. Państwowy Rezerwowy Fundusz Emerytalny w Irlandii

1.1. Geneza powstania i zasady funkcjonowania funduszu

Państwowy Rezerwowy Fundusz Emerytalny (*National Pension Reserve Fund, NPRF*) jest publicznym funduszem emerytalnym utworzonym przez Republikę Irlandii w 2001 r. Głównym powodem utworzenia funduszu były prognozy wskazujące na gwałtowny wzrost wydatków na świadczenia emerytalne w ciągu kolejnych dekad. Prognozy te wskazywały, że wydatki emerytalne z powszechnego zabezpieczenia emerytalnego oraz z systemu emerytalnego pracowników sektora publicznego wzrosną z ok. 5% PKB w 2007 r. do 7,6% w 2025 r. i 13% PKB w 2050 r.³ Celem funduszu jest wsparcie systemu ubezpieczeń społecznych oraz systemu emerytalnego w okresie od 2025 r. do co najmniej 2055 r.⁴

Fundusz jest tworzony z wpłat z budżetu państwa równych 1% produktu narodowego brutto (PNB). Środki te są wpłacane co kwartał, począwszy od kwietnia 2001 r., i powinny być przekazywane do funduszu do 2055 r., przy czym w szczególnych okolicznościach rząd może podjąć decyzję o wpłacie do funduszu kwot wyższych niż 1% PNB lub o przedłużeniu okresu zasilania funduszu wpłatami z budżetu centralnego⁵.

Kontrolę nad działalnością lokacyjną funduszu powierzono Komisji Państwowego Rezerwowego Funduszu Emerytalnego (*NPRF Commission, NPRFC*)⁶, powołanej na podstawie ustawy

¹ M. Góra, *Inwestowanie składek w nowym polskim systemie emerytalnym*, CASE, Warszawa 2001, s. 5, (za:) J. Rutecka, *Zakres redystrybucji dochodowej w ubezpieczeniowym systemie emerytalnym*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 63.

² Szerzej: J. Rutecka, *Państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym – charakterystyka i zasady funkcjonowania*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” nr 13 (2/2012), s. 7–32.

³ *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, s. 36.

⁴ <http://www.investopedia.com/terms/n/national-pensions-reserve-fund.asp> (21.02.2012).

⁵ *National Pensions Reserve Fund Act 2000*.

⁶ Komisja składa się z siedmiu członków wskazanych przez Ministra Finansów, który kieruje się zasadą, iż po-

o NPRF⁷, która administruje funduszem przez zawieranie umów z zewnętrznymi podmiotami prowadzącymi działalność w zakresie zarządzania aktywami finansowymi. Umowa z zarządzającym zawierana jest na 5 lat⁸, po upływie których Komisja ponownie podejmuje decyzję, jakim podmiotom powierzy aktywa na kolejny okres. W 2010 r. dokonano zmian w zasadach zarządzania funduszem – część środków pozostawiono w gestii Komisji NPRF, a część przekazano w bezpośrednie zarządzanie Ministrowi Finansów⁹.

1.2. Polityka inwestycyjna i wyniki funduszu

Polityka lokacyjna funduszu opiera się na zakupie krajowych i zagranicznych papierów wartościowych przy uwzględnieniu specyfiki celów, dla jakich fundusz został utworzony, oraz założeniu osiągnięcia optymalnych stóp zwrotu przy określonym wcześniej, akceptowanym poziomie ryzyka¹⁰. Tak określony cel inwestycyjny daje Komisji NPRF duże pole wyboru konkretnej długoterminowej polityki inwestycyjnej oraz szerokie możliwości w zakresie dywersyfikacji ryzyka i wskazania optymalnych instrumentów finansowych, w które będą inwestowane środki funduszu.

Początkowa, docelowa struktura NPRF składała się w 66% z akcji spółek notowanych na rynkach regulowanych, 10% akcji i udziałów w spółkach nienotowanych na takich rynkach, 13% obligacji skarbowych, 8% inwestycji w nieruchomości, 2% inwestycji na rynku towarowym oraz 1% inwestycji w waluty. Wszystkie przychody z lokowania środków NPRF powiększały aktywa funduszu. Fundusz nie mógł lokować aktywów w instrumentach dłużnych wyemitowanych przez irlandzki rząd ani posiadać kontrolnego pakietu akcji irlandzkiego przedsiębiorstwa¹¹.

Wyłącznym celem polityki inwestycyjnej funduszu, mającej z założenia charakter długoterminowy, było osiągnięcie wyników lepszych od średniej stopy zwrotu z rynków finansowych, głównie dzięki możliwości inwestycji w akcje oraz mniej płynne i potencjalnie bardziej zyskowe instrumenty finansowe. Dzięki akceptowaniu możliwych krótkoterminowych spadków wartości aktywów funduszu, spowodowanych kryzysami na rynkach finansowych, zarządzanie funduszem nastawione było na maksymalne wykorzystanie możliwości płynących z systematycznego zasilania funduszu nowymi środkami, dywersyfikacji ryzyka oraz zakupu instrumentów o niskiej płynności¹².

Powyższa strategia inwestycyjna została zmieniona w marcu 2010 r., kiedy dokonano podziału funduszu na część zarządzaną zgodnie z przyjętymi wcześniej wytycznymi inwestycyjnymi (*Discretionary Portfolio*), pozostającą w zarządzaniu Komisji NPRF, oraz część inwestowaną bezpośrednio według wskazówek Ministra Finansów (*Direct Investments*)¹³. Do ogólnego celu inwestycyjnego,

winny to być osoby o rozległej i ugruntowanej wiedzy na temat zarządzania aktywami funduszu. Por.: *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”, op. cit., s. 36.*

⁷ *National Pensions Reserve Fund Act 2000*, art. 6.

⁸ Przy zawarciu pierwszej umowy okres ten wynosił 10 lat. Por. *National Pensions Reserve Fund Act 2000*, art. 21.

⁹ Oznacza to, iż istotna część funduszu jest zarządzana faktycznie przez rząd Irlandii, który uwzględnił bieżące potrzeby lokalnej gospodarki. Por. I. Morse, *Ireland: For better or for worse*, „Investment and Pensions Europe”, 1 February 2013; http://www.ipe.com/magazine/ireland-for-better-or-for-worse_49707.php#UePKG23BqSo.

¹⁰ *National Pensions Reserve Fund Act 2000*, art. 19.

¹¹ *Investment of the National Pension Reserve Fund and Miscellaneous Provisions Act 2009*.

¹² *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”, op. cit., s. 37.*

¹³ Podział funduszu wynikał z konieczności dofinansowania AIB (*Allied Irish Bank*) i Banku Irlandii przez rząd, który wykorzystał w tym celu środki zgromadzone w NPRF. Ponieważ jednak inwestycja ta nie mieściła się w określonym wcześniej dla NPRF katalogu instrumentów, postanowiono, że tylko część funduszu będzie zarządzana zgodnie z dotychczasowymi wytycznymi, a druga część będzie w bezpośredniej dyspozycji Ministra Finansów. Por. J. Kavanagh, *Irish pensions: A constantly changing landscape*, „Investment and Pensions Europe” 21 October 2012; http://www.ipe.com/news/irish-pensions-a-constantly-changing-landscape_47822.php?category-id=19684 oraz <http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/InvestmentStrategy.htm>.

w postaci osiągnięcia w długim okresie stopy zwrotu wyższej od przeciętnej stopy zwrotu z portfela o danej charakterystyce, dodano cel uzyskania wyższej dochodowości od rentowności krajowych 5-letnich obligacji państwowych. Określono także, że pożądana struktura portfela składa się w 49% z akcji, w 18% z instrumentów dłużnych, 10% udziałów i akcji w spółkach nienotowanych na rynku regulowanym, w 8% z inwestycji w nieruchomości oraz 15% w pozostałych kategoriach (w tym w projektach infrastrukturalnych lub rynku surowców)¹⁴. W 2011 r. postanowiono ponadto, że fundusz będzie inwestował w szerokim zakresie na rynku irlandzkim, tak aby stał się jednym z kluczowych inwestorów wspierających strategiczne sektory rodzimej gospodarki¹⁵.

Tabela nr 1. Struktura portfela inwestycyjnego NPRF w latach 2010–2011 (w procentach)

Rodzaj inwestycji	2010	2011
Akcje	20,0	41,2
Obligacje	2,6	4,2
Nieruchomości	3,8	2,1
<i>Private equity</i>	5,8	4,2
Inwestycje towarowe (<i>commodity</i>)	1,8	2,2
Depozyty, gotówka i inne	6,4	12,4
Inwestycje bezpośrednie	59,6	33,7

Źródło: *Annual Report and Financial Statements 2011, National Pension Reserve Fund Commission, 2012, s. 39.*

Aktualny portfel inwestycyjny NPRF w części zarządzanej przez Ministra Finansów to w zdecydowanej większości inwestycje bezpośrednie (57% aktywów funduszu ogółem¹⁶, w tym w dwa irlandzkie banki), natomiast w części zarządzanej przez Komisję zdecydowaną większość portfela stanowią akcje uzupełniane o obligacje, inwestycje *private equity* i inne instrumenty, w tym inwestycje w rynki towarowe, nieruchomości oraz lokaty. W ostatnim czasie planowane są zmiany w prawie, aby umożliwić funduszowi inwestowanie większej części aktywów w irlandzki sektor małych i średnich przedsiębiorstw w postaci strategicznych inwestycji bezpośrednich¹⁷. Rząd zamierza zmienić wzorcową strukturę portfela zarządzanego przez Komisję, aby również te aktywa finansowały działalność niewielkich irlandzkich przedsiębiorstw. Bezpośrednie inwestycje mają zostać skierowane m.in. do powstających firm technologicznych, farm wiatrowych i tradycyjnych przedsięwzięć infrastrukturalnych (m.in. drogowych).

Od początku funkcjonowania NPRF, tj. od kwietnia 2001 r., aż do końca 2011 r. fundusz wypracował średnią stopę zwrotu w wysokości 3,3%, osiągając wynik wyższy niż indeks referencyjny (2,1%) i znacznie pokonując irlandzkie fundusze emerytalne (wynik 1,1%)¹⁸. Najwyższe stopy zwrotu z tytułu lokowania aktywów NPRF odnotowano w latach 2003–2006 oraz 2009–2010. Straty poniesiono natomiast w latach 2002 i 2008.

¹⁴ <http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/investmentStrategy.htm>.

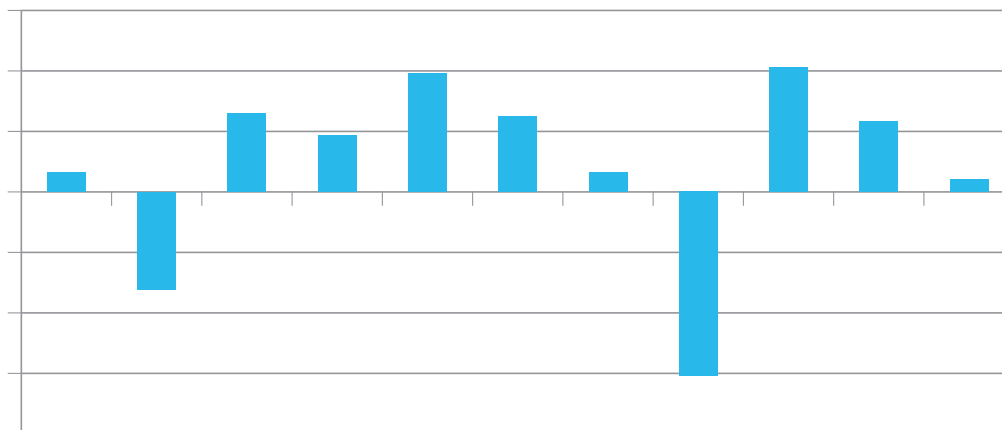
¹⁵ *Annual Report and Financial Statements 2011, National Pension Reserve Fund Commission, 2012, s. 5.*

¹⁶ I. Morse, *op. cit.*

¹⁷ Zgodnie z planami rządu Irlandii, NPRF ma się stać strategicznym funduszem inwestycyjnym (*Strategic Investment Fund, SIF*). Por. J. Williams, *Ireland's NPRF considers 'suite of funds' targeting SMEs*, „Investments and Pensions Europe”, 24 January 2013, http://www.ipe.com/news/irelands-nprf-considers-suite-of-funds-targeting-smes_49662.php.

¹⁸ *Annual Report and Financial Statements 2011, National Pension Reserve Fund Commission, 2012, s. 4.*

Wykres nr 1. Stopy zwrotu Państwowego Rezerwowego Funduszu Emerytalnego (NPRF)* w latach 2001–2011



*Podane stopy zwrotu dotyczą wyłącznie części funduszu zarządzanej przez Komisję NPRF¹⁹.

Źródło: *Annual Report and Financial Statements 2011, National Pension Reserve Fund Commission, 2012, s. 7.*

W 2011 r. stopa zwrotu osiągnięta z części funduszu zarządzanej przez Komisję NPRF (*Discretionary Portfolio*) wyniosła 2,1% i przewyższyła tym samym znacznie wyznaczony indeks referencyjny (wynik -0,7%) i stopę zwrotu wypracowaną przez irlandzkie fundusze emerytalne (-3,5%). Stopa zwrotu z inwestycji bezpośrednich (*Direct Investments*) wyniosła jednak w tym samym roku -58,1%, głównie z powodu drastycznej obniżki wyceny udziałów w Allied Irish Bank (AIB) oraz Banku Irlandii (*Bank of Ireland, BoI*), które zostały dokapitalizowane przez fundusz. W konsekwencji w 2011 r. NPRF odnotował stratę na całym portfelu w wysokości -36,7%²⁰.

Jak już wspomniano, NPRF jest generalnie finansowany z odpisu w wysokości 1% PNB przekazywanego z budżetu państwa. Dodatkowo, na początku funkcjonowania fundusz został zasilony kwotą 6,5 mld euro, pochodzącą z prywatyzacji państwowej spółki Telecom Éireann. Aktywa NPRF wzrastały w kolejnych latach dzięki założonym transferom z budżetu państwa oraz zyskom z inwestycji. Zakumulowana składka przekazana do funduszu w latach 2001–2008 wyniosła 16,89 mld euro, a wartość funduszu na koniec roku 2007 r. osiągnęła 21,15 mld euro²¹. Aktywa funduszu rosły do czasu wystąpienia kryzysu finansowego i konieczności dokapitalizowania irlandzkich banków. Wówczas z funduszu wydzielono część zarządzaną przez NPRFC oraz część pozostającą bezpośrednio pod kontrolą Ministra Finansów i w pierwszej połowie 2011 r. dokonano transferu 10 mld euro na dokapitalizowanie AIB oraz Banku Irlandii. Na skutek tej operacji aktywa NPRF będące w dyspozycji Komisji spadły do poziomu 5,4 mld euro na koniec 2011 r., a część będącą w zarządzaniu Ministra Finansów wyceniono na 8 mld euro, co daje łączną wartość funduszu równą 13,4 mld euro²².

¹⁹ Stopy zwrotu części zarządzanej przez Ministra Finansów są dotychczas niższe. Przykładowo w okresie trzech kwartałów 2012 r. część zarządzana przez Komisję osiągnęła stopę zwrotu w wysokości 5,9%, a część zarządzana przez Ministra Finansów 3,5%; por. I. Morse, *op. cit.*

²⁰ *Annual Report and Financial Statements 2011, op. cit., s. 4.*

²¹ *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”, op. cit., s. 37.*

²² *Annual Report and Financial Statements 2011, op. cit., s. 4.*

1.3. Wykorzystanie środków zgromadzonych w funduszu

Zgodnie z pierwotnym brzmieniem ustawy o NPRF do roku 2025 z funduszu nie mogą być dokonywane żadne wypłaty. Środki funduszu powinny zostać wykorzystane na sfinansowanie wydatków na świadczenia emerytalne w latach 2025–2055, przy czym parlament ma prawo ten okres wydłużyć. Zastrzeżono dodatkowo, że transfery dokonywane w danym roku z funduszu nie mogą przekroczyć kwoty wydatków emerytalnych w tym samym roku.

Powyższe regulacje ograniczające wykorzystanie środków zgromadzonych w NPRF nie są jednak wystarczającą gwarancją eliminującą ryzyko znacznego uszczerbienia środków funduszu przed określonym powyżej terminem. Kryzys finansowy spowodował bowiem, że rząd Irlandii w ramach Narodowego Planu Naprawczego na lata 2011–2014 przyjął w grudniu 2010 r. ustawę stabilizacyjną dla instytucji kredytowych (*CISA Act*)²³, która znacznie zmienia zasady zarządzania rezerwowym funduszem emerytalnym. *CISA Act* przewiduje możliwość znacznego rozluźnienia polityki wpłat i wypłat z Państwowego Rezerwowego Funduszu Emerytalnego, dając Ministrowi Finansów prawo do:

- ograniczenia lub zawieszenia wpłat do NPRF z budżetu centralnego wynoszących 1% PNB w latach 2012 i 2013;
- zobowiązania Komisji zarządzającej funduszem do ulokowania jego aktywów w papierach dłużnych skarbu państwa²⁴;
- dokonywania wypłat bezpośrednio do budżetu państwa w latach 2011, 2012 lub 2013, jeśli będzie tego wymagała sytuacja finansów publicznych²⁵.

Przyszłość funkcjonowania NPRF zależy zatem w dużej mierze od sytuacji finansów publicznych w najbliższych latach.

2. Nowozelandzki Fundusz Świadczeń Emerytalnych

2.1. Geneza powstania i zasady funkcjonowania funduszu

Nowozelandzki Fundusz Świadczeń Emerytalnych (*New Zealand Superannuation Fund, NZSF*) został utworzony w 2001 r. jako fundusz buforowy dla repartycyjnego systemu emerytalnego, który ma pomóc w osiągnięciu równowagi wpływów i wydatków systemu emerytalnego w obliczu znacznych zmian w strukturze wiekowej ludności w najbliższych kilkudziesięciu latach. Procesy związane ze starzeniem się ludności Nowej Zelandii spowodują, że udział w populacji osób w wieku powyżej 65 lat wzrośnie z obecnych 12% do 27% w ciągu najbliższych 50 lat. Zjawisko to jest efektem zbliżania się do wieku emerytalnego osób z generacji *baby boom*, jak również wydłużania się trwania życia, zmniejszonego wskaźnika urodzeń oraz przesuwania decyzji o urodzeniu dziecka na późniejsze lata dorosłego życia. W rezultacie nastąpi trwała zmiana w strukturze populacji, powodująca zwiększone wydatki na świadczenia emerytalne dla osób, które zakończyły aktywność zawodową, podczas gdy jednocześnie skurczy się udział w populacji osób w wieku produkcyjnym – z 65% do 59% w ciągu kolejnych 50 lat. W tym samym czasie wskaźnik obciążenia demograficznego (ang. *total dependency ratio*) odzwierciedlający relację

²³ *Credit Institutions Stabilisation Act 2010* (tzw. *CISA Act*).

²⁴ Inwestowanie aktywów funduszu rezerwowego w papiery dłużne skarbu państwa ma istotne konsekwencje ekonomiczne – środki nie wspierają wówczas rozwoju gospodarki, a służą po prostu rolowaniu długu publicznego. Dodatkowo dochodzi wówczas do ujawnienia długu, który był wcześniej ukryty w systemie emerytalnym. Ujawnienie długu powoduje wzrost oficjalnych wskaźników zadłużenia kraju, co ma ważne konsekwencje polityczne – zmusza do wprowadzenia programu ograniczania długu. (Za zwrócenie uwagi na znaczenie tych aspektów inwestowania środków funduszu w obligacje skarbowe dziękuję anonimowemu recenzentowi).

²⁵ *Annual Report and Financial Statements 2011*, *op. cit.*, s. 8.

liczby osób w wieku nieprodukcyjnym (0–15 lat oraz powyżej 65 lat) do liczby osób w wieku produkcyjnym wzrosnąć z 50% do 70%²⁶.

NZSF jest tworzony ze środków przekazywanych z budżetu państwa, a wysokość wpłat w kolejnych latach określona jest jako procent PKB według poniższego wzoru²⁷:

gdzie:

- a – procent PKB, który należałoby wpłacać do funduszu przez następne 40 lat, aby środki w nim zgromadzone wystarczyły na zrównoważenie wpływów i wydatków z systemu emerytalnego w kolejnych 40 latach, przy założonej stopie zwrotu z inwestycji i uwzględnieniu obecnych aktywów NZSF,
- b – planowana kwota wypłat z funduszu w danym roku.

Tak skonstruowany mechanizm obliczania wysokości wpłat powoduje, że wielkość wnoszonych do funduszu środków odpowiada długoterminowym potrzebom systemu emerytalnego i zapewnia równowagę funduszu emerytalnego w 40–letnim horyzoncie czasowym. Poza wymienionymi składkami rząd oraz Minister Finansów mogą dokonywać dodatkowych wpłat do funduszu, aby zapewnić finansowanie świadczeń emerytalnych w krótkim i długim okresie. Gdyby okazało się, że środki zgromadzone w funduszu są wyższe niż aktywa potrzebne do zrównoważenia wpływów i wydatków w systemie emerytalnym w kolejnych latach, tj. wyznaczona na podstawie powyższego wzoru składka jest mniejsza od zera, Minister Finansów może zażądać wypłaty nadwyżki z funduszu, jednak nie może to nastąpić przed rokiem 2020²⁸.

2.2. Polityka inwestycyjna i wyniki funduszu

Funduszem rezerwowym zarządza Rada Powiernicza Nowozelandzkich Świadczeń Emerytalnych²⁹ (*Guardians of New Zealand Superannuation*), która stosuje pasywną strategię inwestowania³⁰. Instytucja ta powinna stosować zasady odpowiedzialnego inwestowania i najlepsze praktyki zarządzania w celu maksymalizacji stopy zwrotu, nie narażając jednocześnie funduszu na nadmierne ryzyko³¹.

Indeks referencyjny dla inwestycji NZSF składa się głównie z akcji zagranicznych, uzupełnionych instrumentami dłużnymi, akcjami nowozelandzkimi oraz innymi instrumentami o charakterze właścicielskim. Fundusz dokonuje inwestycji na całym świecie, w tym największa część portfela inwestowana jest w Ameryce Północnej (35,5%), Europie (22,7%) oraz na rynku krajowym (22,9%).

²⁶ B. McCulloch, J. Frances, *Financing New Zealand Superannuation*, „New Zealand Treasury Working Paper” 2001, nr 20, s. 1–2.

²⁷ *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001*, art. 43. Istnieje możliwość dokonywania mniejszych wpłat do funduszu, jednak w takim przypadku rząd musi dokładnie opisać planowane wpłaty w ustawie budżetowej, wskazując przyczyny wnoszenia do funduszu składki w niepełnej wysokości i proponując konkretne działania, aby uzupełnić środki funduszu w kolejnych latach.

²⁸ *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001*, art. 47.

²⁹ Za pomoc w doborze najlepszego polskiego odpowiednika nazwy podmiotu zarządzającego funduszem dziękuję anonimowemu recenzentowi.

³⁰ W. Nagel, *Asekuracja ryzyka demograficznego w ubezpieczeniach emerytalnych: rozwiązania polskie, szkice do międzynarodowych analiz porównawczych*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” nr 3 (2007), s. 26. Autorka celowo nie podejmuje tutaj dyskusji nad wadami i zaletami inwestowania aktywnego i pasywnego.

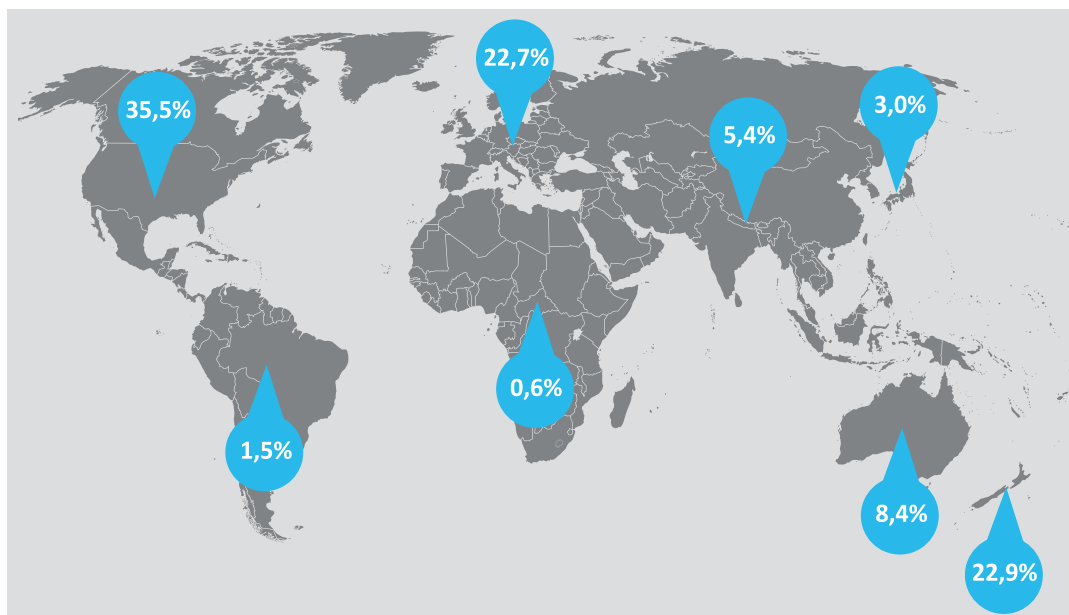
³¹ *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001*, art. 58.

Tabela nr 2. Indeks referencyjny a struktura portfela NZSF na koniec czerwca 2012 r. (w procentach)

Rodzaj instrumentu	Udział w indeksie referencyjnym	Udział w portfelu NZSF
Akcje zagraniczne	70	60
Akcje nowozelandzkie	5	5
Inne zagraniczne instrumenty udziałowe	5	3
Obligacje	20	7
Inwestycje infrastrukturalne		9
<i>Commodities</i>		7
Nieruchomości		6
<i>Private equity</i>		2
Inne		1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012*, s. 21.

Rysunek nr 1. Geograficzna dywersyfikacja portfela aktywów NZSF w 2012 r.



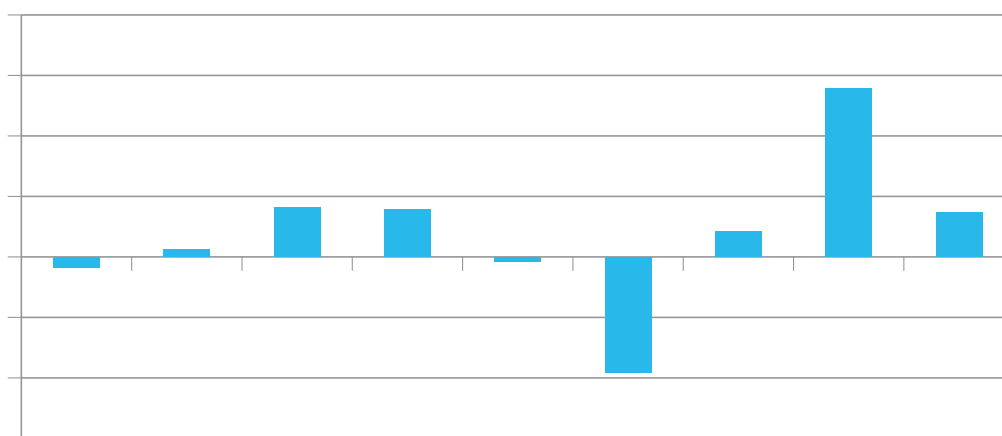
Źródło: *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012*, s. 23.

Prowadząc politykę inwestycyjną, zarządzający dokłada wszelkich starań, aby osiągnąć wyniki powyżej określonego indeksu referencyjnego, tj. aktywnie modyfikuje strukturę portfela w taki sposób, aby wykorzystać pojawiające się możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnego zysku³².

³² Zarządzający NZSF dąży do osiągnięcia długoterminowej stopy zwrotu wyższej od indeksu referencyjnego o 0,5 punktu procentowego, co udało się zrealizować w dotychczasowym okresie funkcjonowania funduszu. Por. *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012*, s. 9.

Polityka inwestycyjna realizowana przez Radę Powierniczą Nowozelandzkich Świadczeń Emerytalnych nie zawsze przynosiła rezultaty lepsze od wyników indeksu referencyjnego. NZSF odniósł wyraźnie korzyści z przyjętej strategii inwestycyjnej w latach dobrej koniunktury na rynkach finansowych, natomiast w okresie załamania cen na rynkach akcji – poniósł straty przekraczające wielkość spadków odnotowanych w przypadku indeksu referencyjnego. Należy jednak zaznaczyć, że średnia roczna stopa zwrotu za cały dotychczasowy okres funkcjonowania funduszu (tj. do połowy 2012 r.) wyniosła 7,05% i była wyższa od indeksu referencyjnego, który osiągnął w tym czasie zysk równy 6,54% w skali roku³³.

Wykres nr 2. Stopy zwrotu NZSF w latach 2004–2012 (na koniec czerwca danego roku)³⁴



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012*, s. 3.

Dzięki stosowaniu aktywnego zarządzania środkami NZSF skumulowana stopa zwrotu z inwestycji funduszu, obejmująca okres od jego utworzenia, przekracza znacznie skumulowaną stopę zwrotu z inwestycji w dłużne papiery wartościowe. Tylko w okresie głębokiego kryzysu finansowego (lata 2008–2009) skumulowana stopa zwrotu NZSF była niższa od indeksu obligacyjnego, co jednak zostało zniwelowane wzrostem wartości aktywów funduszu w latach 2010–2011, gdy osiągnięto ponadprzeciętny zysk równy odpowiednio 15,5% oraz 25,05%.

Aktywa zgromadzone w funduszu przyrastały systematycznie w latach 2002–2011 w rezultacie regularnych wpłat z budżetu oraz dochodów z inwestowania zgromadzonych środków. Jedynie w ostatnim roku wartość środków w zasadzie nie odnotowała wzrostu – w połowie 2012 r. aktywa funduszu osiągnęły poziom 18,7 mld dolarów, wobec 18,65 mld dolarów w połowie roku poprzedniego.

³³ *Ibidem*, s. 2.

³⁴ Okres rozliczeniowy nowozelandzkiego funduszu rozpoczyna się od 1 lipca każdego roku i nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym.

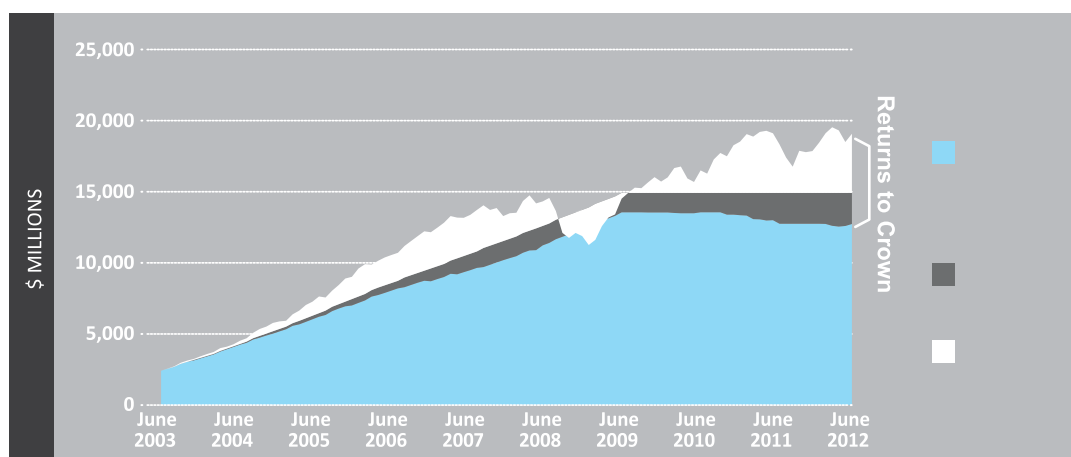
Wykres nr 3. Skumulowana stopa zwrotu NZSF w latach 2003–2012 (w procentach)



Źródło: *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012, s. 18.*

Stabilizacja aktywów funduszu na zbliżonym poziomie, pomimo osiągnięcia zysków z działalności lokacyjnej, była wynikiem m.in. spadku wartości części instrumentów finansowych obecnych w portfelu funduszu, zmiany kursów walutowych i konieczności zapłaty podatku dochodowego od wypracowanych dochodów³⁵. W dłuższym okresie fundusz powinien rosnąć nawet przy braku wpłat z budżetu państwa, jeśli zarządzający zrealizuje założone cele inwestycyjne, tj. wypracuje w długim okresie stopę zwrotu o 2,5 punktu procentowego wyższą od dochodowości bonów skarbowych.

Wykres 4. Aktywa NZSF w latach 2003–2012 (w mln dolarów)



Źródło: *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012, s. 2.*

³⁵ *New Zealand Superannuation Fund. Annual Report 2012, s. 9.*

2.3. Wykorzystanie środków zgromadzonych w funduszu

Środki Nowozelandzkiego Funduszu Świadczeń Emerytalnych powinny być obecne na globalnym rynku finansowym jeszcze przez co najmniej kolejnych kilkanaście lub kilkadziesiąt lat. Wykorzystanie aktywów NZSF na wypłatę świadczeń emerytalnych z publicznego systemu może nastąpić dopiero po 2030 r.³⁶ W obecnej chwili nie widać zagrożeń w postaci przedterminowego wykorzystania środków zgromadzonych w funduszu.

Zakończenie. Doświadczenia Irlandii i Nowej Zelandii a sytuacja polskiego Funduszu Rezerwy Demograficznej

Niemal połowa krajów OECD posiada obecnie państwowe fundusze rezerwowe o celu emerytalnym³⁷, które mają finansowo wspierać funkcjonowanie systemów zabezpieczenia emerytalnego, gdy aktywność zawodową zakończy pokolenia wyżu demograficznego z lat 50. XX w. Fundusze takie utworzyły w 2001 r. Irlandia i Nowa Zelandia, a w 2002 r. także Polska. Pomimo zbieżnych celów przyświecających utworzeniu funduszy rezerwowych w tych krajach ich doświadczenia związane z funkcjonowaniem funduszy są zupełnie odmienne.

Irlandzki Państwowy Emerytalny Fundusz Rezerwowy (*National Pension Reserve Fund, NPRF*) jest finansowany z dotacji budżetowej w wysokości 1% PKB, a jego aktywa osiągnęły poziom 13,5% PKB w 2009 r.³⁸ Nowozelandzki Fundusz Świadczeń Emerytalnych (*New Zealand Superannuation Fund, NZSF*) także finansowany jest z budżetu państwa, a wielkość rocznej dotacji zależy od potrzeb długoterminowej stabilności systemu emerytalnego. W 2009 r. aktywa NZSF wynosiły 7,1% PKB³⁹ tego kraju. Polski Fundusz Rezerwy Demograficznej jest natomiast zasilany z wpływów z tytułu składki na ubezpieczenia emerytalne⁴⁰ oraz środków pochodzących z prywatyzacji mienia Skarbu Państwa (z założenia miało to być 40% ogółu wpływów z prywatyzacji)⁴¹. Aktywa polskiego funduszu osiągały 0,5% PKB w 2006 r.

Wszystkie fundusze zostały powołane w celu dofinansowania systemów w okresie, gdy na emeryturę przejdą pokolenia wyżu demograficznego. W Irlandii pierwsze wypłaty powinny rozpocząć się nie wcześniej niż w 2025 r., w Nowej Zelandii – w 2020 r., a w Polsce – od 2009 r., jednak wyłącznie w przypadku wystąpienia deficytu funduszu emerytalnego wynikającego z tzw. falowania demograficznego. Aktywa wszystkich funduszy miały być z założenia lokowane w taki sposób, aby osiągnąć maksymalne bezpieczeństwo i rentowność w założonym wcześniej horyzoncie inwestycyjnym, wynoszącym od kilkunastu do kilkadziesiąt lat. W Irlandii i Nowej Zelandii zarządzanie funduszem rezerwowym powierzono odrębnym podmiotom, natomiast w Polsce aktywa funduszu lokowane są przez instytucję administrującą systemem ubezpieczeń społecznych – tj. Zakład Ubezpieczeń Społecznych⁴².

³⁶ *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001*, section 47.

³⁷ *Pension Outlook 2012*, OECD, 2012, s. 66.

³⁸ *OECD Global Pension Statistics*, „Pension Market in Focus” July 2010, Issue 7; <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/45637367.pdf>.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ Odpis na FRD miał z założenia wynosić 1% podstawy wymiaru składki. Rzeczywistość zweryfikowała jednak te założenia – w pierwszym okresie funkcjonowania odpis wynosił 0,1%, a następnie był podwyższany i sięgnął obecnie poziomu 0,35%. Por. J. Rutecka, *Fundusz Rezerwy Demograficznej – analiza działalności oraz konsekwencje przedterminowego wykorzystania aktywów*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego „Studia i Prace” nr 3(15)/2013.

⁴¹ Środki te były przekazywane w mniejszej części, a ponadto fundusz zobowiązany był kupować za nie dłużne papiery Skarbu Państwa. Por. J. Rutecka, *Fundusz...*, *op. cit.*

⁴² W późniejszym okresie (po przekroczeniu 250 mln zł) fundusz mógł zostać przekazany w ręce zewnętrznych podmiotów. Tak się jednak nie stało. Por. art. 64 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz. U. Nr 137, poz. 887 z późn. zm.).

Pierwotne strategie inwestycyjne funduszy rezerwowych Irlandii i Nowej Zelandii zakładały, że instrumenty udziałowe będą stanowiły znaczną część portfeli funduszy, aby osiągnąć ponadprzeciętne zyski w dłuższym okresie, znacznie przekraczające indeksy referencyjne. Początkowo inwestycje były także zdywersyfikowane geograficznie – w 2006 r. irlandzki i nowozelandzki fundusz ulokowały odpowiednio 34,6% i 75,3% swoich aktywów za granicą⁴³. W przypadku NZSF duży udział w portfelu aktywów zagranicznych został utrzymany w kolejnych latach, natomiast irlandzki NPRF zmienił istotnie strategię inwestycyjną w 2010 r. i skierował aktywa na rynek krajowy, który zaczął cierpieć na niedokapitalizowanie w następstwie kryzysu finansowego lat 2008–2010. Zupełnie inaczej przedstawiała się działalność inwestycyjna funduszu polskiego, który inwestował przede wszystkim w obligacje i bony skarbowe, stosując konserwatywną strategię, ograniczoną wyłącznie do rynku polskiego i nastawioną na utrzymanie realnej wartości aktywów. Strategia ta spowodowała co prawda, że środki nie uległy uszczupleniu, ale też nie pozwoliła na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu⁴⁴. Stopy takie osiągnęły natomiast fundusze irlandzki (w części zgodnej z pierwotną strategią inwestycyjną, tj. zarządzanej przez Komisję NPRF) i nowozelandzki – w obu przypadkach średnia roczna stopa zwrotu z całego okresu funkcjonowania jest wyższa od indeksu referencyjnego uwzględniającego znaczny udział akcji i dywersyfikację zagraniczną.

Lata ostatniego kryzysu finansowego zmieniły podejście wielu państw do funkcjonowania emerytalnych funduszy rezerwowych. W obliczu rosnących deficytów budżetowych poszukiwano możliwości ograniczenia rządowych wydatków lub dodatkowych źródeł ich finansowania – w takiej sytuacji doskonałym sposobem okazywało się wykorzystanie środków zgromadzonych w funduszach rezerwowych. W 2010 r. Irlandia postanowiła wykorzystać część funduszu, aby wesprzeć dwa niedokapitalizowane banki (*Allied Irish Bank, Bank of Ireland*). W tym celu irlandzki rząd wyłączył część funduszu rezerwowego spod zarządzania Komisji NPRF, aby w kolejnym okresie wspierać także inne krajowe firmy. Wyłączona spod zewnętrznego zarządzania część funduszu przyniosła spore straty w 2011 r., spowodowane drastyczną przeceną akcji obu dokapitalizowanych banków. Plan naprawczy rządu Irlandii na lata 2011–2014 dopuszcza możliwość znacznego rozluźnienia polityki wpłat i wypłat z funduszu rezerwowego, jeśli będzie tego wymagała sytuacja finansów publicznych. Środki funduszu mogą zatem zostać znacznie uszczuplone, a nawet wyczerpane, jeśli wystąpi ostry kryzys finansów publicznych.

Okres napiętej sytuacji budżetowej w latach 2009–2012 spowodował także wcześniejsze wykorzystanie środków zgromadzonych w polskim Funduszu Rezerwy Demograficznej. Na skutek kolejnych zmian w jego funkcjonowaniu FRD zaczął odgrywać rolę dodatkowego źródła finansowania Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, a nie wyłącznie źródła finansowania deficytu wynikającego z tzw. falowania demograficznego. W latach 2010–2012 trzykrotnie dokonano transferu z funduszu na łączną kwotę 14,39 mld zł⁴⁵. W rezultacie na koniec 2012 r. aktywa FRD wyniosły ok. 16,8 mld zł⁴⁶, co wystarczyłoby na ewentualne pokrycie kosztu wypłaty świadczeń emerytalnych zaledwie przez kilka tygodni.

Z opisywanych krajów jedynie fundusz Nowej Zelandii nie został uszczuplony na skutek wcześniejszych wypłat w latach kryzysu finansowego. Pozwala to mieć nadzieję, że konsekwentna i długoterminowa polityka nowozelandzkiego funduszu rezerwowego w zakresie gromadzenia

⁴³ J. Rutecka, *Państwowe...*, *op. cit.*, s. 26.

⁴⁴ Por. J. Rutecka, *Fundusz...*, *op. cit.*

⁴⁵ Zgodnie z ustawą budżetową na rok 2013 z dnia 25 stycznia 2013 r. (Dz. U. Nr 0, poz. 169), w bieżącym roku rząd zamierza wypłacić z FRD kolejne 2,5 mld zł.

⁴⁶ <http://www.zus.pl>.

środków i dywersyfikacji inwestycji pozwoli na osiągnięcie założonego wcześniej celu. Fundusze rezerwowe Irlandii i Polski nie osiągną już raczej założonych wcześniej wyników, zarówno w zakresie stopy zwrotu, jak i wielkości aktywów. Aktywa NPRF wspomogą niewątpliwie rozwój irlandzkich przedsiębiorstw – jednak dobór podmiotów, do których trafią środki w ramach programu dofinansowania małych i średnich przedsiębiorstw, oraz inwestycji infrastrukturalnych może nie wynikać z czysto ekonomicznej kalkulacji i oczekiwań co do wysokości stóp zwrotu. Podobnie jak w przypadku Polski, w sporze pomiędzy interesem bieżącego podatnika a interesem przyszłych pokoleń wydają się wygrywać zwolennicy ograniczania bieżącego deficytu finansów publicznych. W rezultacie konieczne jest pilne poszukiwanie nowych rozwiązań, które zmniejszą deficyt systemu emerytalnego w kolejnych dziesięcioleciach.

Summary of the article

Public pension reserve funds –the case of Ireland and New Zealand

Public pension reserve funds (PPRF) have been introduced in many countries to finance a deficit that will occur in old-age pension systems when the baby boomers have become the retirees. The creation of such funds is independent on the benefit formula and results from the future needs of pension systems. PPRF were founded in Ireland, New Zealand and Poland in years 2001–2002. Although they have operated in the same period, their functioning differs due to country-specific needs of public finance. In general, public reserve funds are expected to invest on a long-term basis and to have diversified portfolio of assets to reach above-the-average rate of returns. Such an investment policy is run by New Zealand Superannuation Fund. In Ireland and Poland assets of pension reserve funds have been used to finance short-term needs of state budgets to realize myopic economic plans of politicians.

Key words: old-age pension system, pension reserve fund, public sovereign wealth fund, pension reserves

Dr **Joanna Rutecka**, Katedra Ubezpieczenia Społecznego, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie