

# I. ROZPRAWY I ARTYKUŁY

Joanna Rutecka

## Państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym – charakterystyka i zasady funkcjonowania

### Wprowadzenie

Powodami, dla których w różnych krajach przeprowadza się reformy emerytalne, są problemy finansowe natury krótkoterminowej (będące wynikiem niekorzystnej relacji liczby emerytów do liczby pracujących, spadku zatrudnienia, nieściągalności składek) lub natury długoterminowej (tu w grę wchodzi złożone zjawisko starzenia się ludności)<sup>1</sup>. Aby zaradzić owym problemom, wprowadzane są zmiany dotyczące formuły zdefiniowanej składki, uzależniającej wysokość świadczenia od wielkości zgromadzonego kapitału emerytalnego i wieku przejścia na emeryturę, oraz polegające na wprowadzeniu elementów finansowania kapitałowego. W ostatnich latach rządy weryfikują podejście do indywidualnych rachunków emerytalnych, zwiększając udział elementów publicznych w obowiązkowych systemach emerytalnych. Na drugim etapie reform udział państwa ulega zwiększeniu poprzez<sup>2</sup> umożliwienie powrotu do systemu repartycyjnego<sup>3</sup>, wprowadzenie mechanizmów redystrybucyjnych realizujących zasadę solidaryzmu społecznego (spłaszczenie świadczeń bazowych)<sup>4</sup> czy tworzenie publicznych rezerwowych funduszy emerytalnych<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> M. Żukowski, *Reformy emerytalne w Europie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 16–17.

<sup>2</sup> F. Bertranou, E. Calvo, E. Bertranou, *Is Latin America retreating from individual retirement accounts?*, „Munich Personal RePec Archive” 2009, Paper No. 17422, s. 3.

<sup>3</sup> Taką możliwość wprowadzono m.in. w 2007 r. w Peru i w 2008 r. w Urugwaju. Wystąpienie z systemu kapitałowego stało się możliwe także przed nacjonalizacją w Argentynie. Swoisty powrót do systemu repartycyjnego jest także możliwy bez faktycznego przekazywania aktywów emerytalnych. W Salwadorze, w przypadku gdy emerytura z systemu kapitałowego byłaby niższa od emerytury z wcześniejszego systemu PAYG, państwo wypłaca świadczenie wyrównawcze. Z państw europejskich wyjście z kapitałowego systemu emerytalnego stało się możliwe na Słowacji (dwukrotnie) oraz na Węgrzech (w tym przypadku powrót do systemu repartycyjnego miał quasi-przymusowy charakter).

<sup>4</sup> W Kolumbii osoby z najwyższej grupy dochodowej opłacają dodatkową składkę od zarobków, która jest przekazywana na Solidarnościowy Fundusz Emerytalny, z którego wypłacane są zasiłki socjalne (ang. *social assistance benefits*) i finansowane dopłaty do składek za najuboższych uczestników systemu. W Chile w 2008 r. wprowadzono natomiast emerytury solidarnościowe finansowane z podatków. Elementy redystrybucyjne nie zlikwidowały jednak ubóstwa i nie zrównały sytuacji kobiet i mężczyzn w systemach emerytalnych.

<sup>5</sup> W Chile powstały rezerwowy fundusz emerytalny i fundusz ekonomiczno-społecznej stabilizacji. Środki tych funduszy pochodzą z wpływów ze sprzedaży miedzi, a same fundusze są zarządzane przez bank centralny lub podmioty zewnętrzne.

Utworzenie rezerwowych funduszy emerytalnych jest możliwe wówczas, gdy finanse publiczne są w długoterminowej równowadze (tzn. występują w nich zarówno okresy nadwyżek, jak i deficytów, które wzajemnie się równoważą) albo gdy dany kraj uzyskuje znaczne dochody ze sprzedaży surowców lub z innych źródeł, a dochody te mogą zostać wykorzystane na cele oszczędnościowo–stabilizacyjne. Aby osiągnąć długoterminową równowagę finansową w obliczu starzenia się ludności i rosnącej liczby osób w wieku poprodukcyjnym, niezbędne są reformy systemów emerytalnych zmieniające ich parametry (wysokość składki, wiek emerytalny, wysokość świadczenia) w taki sposób, aby przyszłe wydatki nie powodowały konieczności podwyższenia składek lub podatków płaconych przez kolejne pokolenia. Tak skonstruowane systemy umożliwiają generowanie nadwyżek, gdy sytuacja demograficzna nie jest jeszcze bardzo niekorzystna, aby następnie konsumować zgromadzone w nich środki, gdy wskaźnik obciążenia systemu ludźmi starymi znacznie wzrośnie<sup>6</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest analiza funkcjonowania publicznych funduszy rezerwowych tworzonych w celu dofinansowania systemów emerytalnych w okresach, gdy owym systemom grozi znaczący deficyt wynikający głównie z przyczyn demograficznych. Fundusze te zaliczyć można do kategorii państwowych funduszy majątkowych, chociaż źródła ich finansowania nie zawsze mają charakter wpływów walutowych lub wpływów pochodzących ze sprzedaży surowców.

## 1. Państwowe fundusze majątkowe – charakterystyka

Państwowe fundusze majątkowe (PFM, ang. *Sovereign Wealth Funds, SWF*) to fundusze inwestycyjne należące do państwa, które zostały utworzone w celu wsparcia finansów publicznych w określonych sytuacjach. Z uwagi na ogromną różnorodność funkcjonujących obecnie funduszy nie ma jednej definicji państwowego funduszu majątkowego. Fundusze mogą być tworzone z wpływów ze sprzedaży surowców lub zasilane z innych dochodów budżetu państwa lub wpływów publicznych. Aktywa funduszy inwestowane są zwykle długoterminowo ze znacznym udziałem inwestycji zagranicznych<sup>7</sup>, chociaż cele i strategię inwestycyjne poszczególnych funduszy mogą się znacznie różnić.

Zgodnie z definicją zaproponowaną przez Instytut Państwowych Funduszy Majątkowych (*Sovereign Wealth Funds Institute*) państwowy fundusz majątkowy jest funduszem inwestycyjnym lub innym podmiotem należącym do państwa, utworzonym zwykle z nadwyżek środków publicznych, środków pochodzących z operacji walutowych, przychodów z prywatyzacji, publicznych płatności transferowych, nadwyżek budżetowych lub przychodów z eksportu surowców<sup>8</sup>.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy definiuje natomiast państwowe fundusze majątkowe jako specjalne fundusze o charakterze inwestycyjnym posiadane lub tworzone przez rząd w celu zarządzania zagranicznymi aktywami w długim horyzoncie czasowym<sup>9</sup>. Zdaniem Mię-

---

<sup>6</sup> Zob. *Pension Outlook 2012*, OECD, 2012, s. 68. W Polsce pomimo wprowadzenia „nowoczesnego” systemu emerytalnego, tzn. zapewniającego równowagę wpływów i wydatków w długim okresie, system emerytalny nadal generuje deficyt z uwagi na przejście z finansowania repartycyjnego na finansowanie mieszane oraz nierównowagę pomiędzy ogólnymi wpływami i wydatkami systemu (z przyczyn demograficznych). Jest to powodowane faktem przekazywania części składki do otwartych funduszy emerytalnych. Powstający w ten sposób ubytek w przychodach systemu repartycyjnego musi być pokrywany z dotacji z budżetu państwa. Nie zastosowano bowiem planów sfinansowania kosztów przejściowych z dochodów z prywatyzacji – środki pozyskane w ten sposób wykorzystano na zupełnie inne cele. Jedynie część z nich przekazano do FRD.

<sup>7</sup> *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, International Monetary Fund, February 2008, s. 4.

<sup>8</sup> [www.swfi.org](http://www.swfi.org) (30.10.2012).

<sup>9</sup> *Global Financial Stability Report 2007*, International Monetary Fund, 2007, s. 45.

dzynarodowej Grupy Roboczej ds. Państwowych Funduszy Majątkowych (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*), która następnie przekształciła się w Międzynarodowe Forum Państwowych Funduszy Majątkowych (*International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF*) instytucje te są funduszami inwestycyjnymi o specjalnym przeznaczeniu – podmiotami należącymi do państwa lub utworzonymi przez państwo dla celów makroekonomicznych. Fundusze te gromadzą i inwestują środki oraz zarządzają nimi zgodnie z określonymi strategiami, obejmującymi również inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe. Państwowe fundusze majątkowe są zwykle tworzone z nadwyżek budżetowych, przychodów walutowych, wpływów z prywatyzacji lub sprzedaży surowców. Z grupy tej wyłączone są, między innymi, fundusze walutowe zarządzane przez instytucje odpowiedzialne za prowadzenie polityki pieniężnej krajów (głównie banki centralne), działalność przedsiębiorstw państwowych, państwowe fundusze emerytalne, które gromadzą środki wpłacane przez pracowników (prowadzą indywidualne konta emerytalne dla swoich członków), oraz państwowe fundusze inwestycyjne zarządzające majątkiem osób indywidualnych. Różnice pomiędzy państwowym funduszem majątkowym, przedsiębiorstwem państwowym oraz państwowym funduszem emerytalnym zaprezentowano w Tabeli nr 1.

**Tabela nr 1. Różnice pomiędzy państwowym funduszem majątkowym, przedsiębiorstwem państwowym i państwowym funduszem emerytalnym**

Kryterium	Państwowy fundusz majątkowy	Przedsiębiorstwo państwowe	Państwowy fundusz emerytalny
Własność aktywów	państwo	głównie państwo	członkowie funduszu
Główny cel	różny (np. stabilizacyjny, oszczędnościowy, emerytalny, rozwojowy)	różny	gromadzenie i pomnażanie środków emerytalnych wnoszonych przez członków funduszu
Źródło finansowania	wpływy ze źródeł surowcowych lub niesurowcowych	budżet państwa / dochody z działalności	składki emerytalne
Nadzór państwa	zupelny	znaczny	nieznaczny
Możliwości wykorzystania	zróżnicowane, zależne od sytuacji ekonomicznej	zróżnicowane, zależne od sytuacji ekonomicznej	ściśle określone (wypłata świadczeń)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/difference-in-sovereign-vehicles/> (30.10.2012).

Międzynarodowe Forum Państwowych Funduszy Majątkowych wyróżniło trzy kluczowe elementy, które pozwalają zaliczyć dany podmiot do PFM:

- 1) Własność – fundusze są własnością państwa lub instytucji o charakterze ponadnarodowym.
- 2) Inwestycje – generalnie strategie inwestycyjne umożliwiają zakup zagranicznych instrumentów finansowych. Warunek ten nie wyklucza jednak inwestowania wyłącznie na rynku krajowym, jeśli wymaga tego osiągnięcie celów określonych dla danego funduszu.
- 3) Cele – fundusze są tworzone dla potrzeb makroekonomicznych, mają inwestować środki publiczne dla osiągnięcia jasno zdefiniowanych celów finansowych. Jeśli fundusze posiadają zobowiązania wobec innych jednostek, mogą być one jedynie bardzo ogólnie sformułowane. Tak określone cele powinny umożliwiać stosowanie średnio- i długoterminowych

strategii inwestycyjnych. Nie mogą to być fundusze rezerwowe, które mają na celu zrównoważenie wpływów i wydatków w krótkim okresie<sup>10</sup>.

PFM nie są instytucjami nowymi – najstarsze fundusze powstały kilka dziesięcioleci temu (m.in. fundusze paliwowe w Kuwejcie czy Zjednoczonych Emiratach Arabskich, fundusz w Singapurze). Grupa ta rozrasta się, wiele krajów postanowiło bowiem skorzystać z tego mechanizmu finansowego dla potrzeb stabilizacji sytuacji makroekonomicznej w długim okresie. Powołanie państwowych funduszy majątkowych było możliwe zwłaszcza w krajach wykazujących nadwyżki budżetowe lub osiągających znaczne wpływy ze sprzedaży surowców. Wraz ze wzrostem cen surowców na świecie oraz postępującą globalizacją państwowe fundusze majątkowe, w tym w szczególności fundusze surowcowe, stały się bardzo ważną częścią międzynarodowego rynku finansowego.

## 2. Klasyfikacja państwowych funduszy majątkowych

Państwowe fundusze majątkowe są powoływane w różnych celach, w zależności od sytuacji gospodarczej danego kraju<sup>11</sup>:

- 1) Kraje eksportujące nieodnawialne surowce energetyczne powołują fundusze w celu zamiany przychodów ze sprzedaży tych surowców na stabilne źródło przyszłego dochodu, zabezpieczając się tym samym przed zmiennością cen na rynku surowców i uniezależniając się od finalnych odbiorców. Ponadto, dobrze zarządzany PFM może w tym przypadku pomóc ochronić inne, niesurowcowe sektory gospodarki przed destabilizacją wynikającą ze zmiany kursów walut oraz lepiej podzielić dochody pochodzące ze sprzedaży surowców pomiędzy kolejne pokolenia obywateli. Dla 30 z działających funduszy głównym celem jest właśnie stabilizacja gospodarki w długim okresie oraz gromadzenie oszczędności z myślą o przyszłych pokoleniach.
- 2) Niektóre państwowe fundusze majątkowe zostały powołane jako jeden z elementów szerszej bazy mającej zapewnić wzrost gospodarczy. Zgromadzone środki mają zwiększać efektywność gospodarki i pozwolić na tworzenie zróżnicowanych gałęzi działalności gospodarczej, odpornych na niekorzystne efekty wahań kursów walutowych. Działania takie mają służyć przygotowaniu gospodarki do funkcjonowania w okresie, kiedy państwo nie będzie już dysponowało znacznymi przychodami z eksportu surowców. Taki jest cel m.in. pięciu z utworzonych ostatnio PFM.
- 3) Większość krajów boryka się z problemem starzenia się ludności – zjawisko to powoduje konieczność zgromadzenia funduszy na pokrycie przyszłych zobowiązań wobec obywateli. Kilka z funkcjonujących PFM zostało powołanych wyłącznie w tym celu. Natomiast kilkanaście innych gromadzi środki, które mogą między innymi być wykorzystane w celu wsparcia systemu emerytalnego, gdy wpływy z tytułu składek będą znacznie niższe niż wydatki emerytalne.
- 4) W niektórych krajach gromadzenie rezerw walutowych przez banki centralne powoduje znaczne koszty zarządzania oraz niedopasowanie portfeli walutowych. Stąd w celu lepszego dopasowania portfeli i ograniczenia ryzyka przy założonej stopie zwrotu kraje te wykorzystują państwowe fundusze majątkowe do zarządzania rezerwami walutowymi.

Dokonując klasyfikacji PFM, można posłużyć się podziałem zaproponowanym przez Międzynarodowe Forum Państwowych Funduszy Majątkowych. Zdaniem tej instytucji PFM mogą różnić się

<sup>10</sup> *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, s. 27.

<sup>11</sup> J. Lipsky, *Sovereign Wealth Funds: Their Role and Significance*, materiał z seminarium „Sovereign Funds: Responsibility with Our Future”, Santiago, Chile, 3 września 2008 r., dostępny na stronie <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/090308.htm> (30.10.2012).

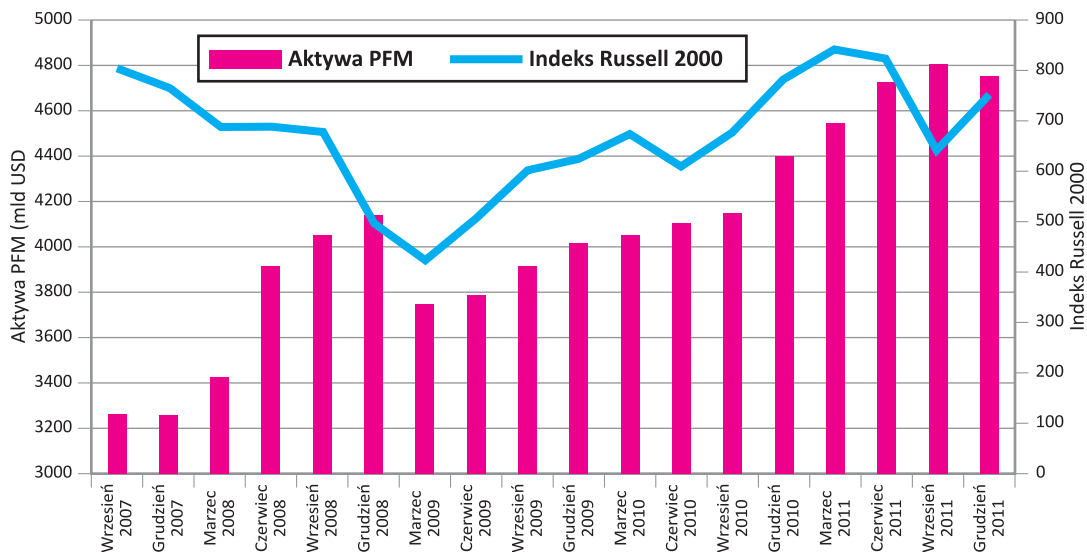
pod względem struktur prawnych, instytucjonalnych oraz zarządczych. Pod względem przypisanych im celów są grupą heterogeniczną, obejmującą fundusze: stabilizacyjne, oszczędnościowe, rezerwowe, rozwojowe i państwowe rezerwowe fundusze emerytalne<sup>12</sup>.

Najczęściej spotykane są fundusze oszczędnościowe (które gromadzą środki z przychodów publicznych w celu ich wykorzystania przez przyszłe pokolenia), fundusze stabilizacyjne (utworzone w celu stabilizacji finansów publicznych oraz uniezależnienia od wahań cen surowców i kursów walut) oraz fundusze rezerwowe (powoływane w celu ograniczenia kosztów utrzymywania rezerw walutowych ponoszonych przez banki centralne)<sup>13</sup>. Fundusze rozwojowe występują stosunkowo rzadko, natomiast państwowe rezerwowe fundusze emerytalne o tyle można uznać za PFM, o ile mogą inwestować w aktywa zagraniczne i mają długi horyzont inwestycyjny (wówczas fundusze te często zaliczane są do funduszy oszczędnościowych, zwłaszcza jeśli cel emerytalny nie jest jedynym, dla którego zostały powołane).

### 3. Rynek państwowych funduszy majątkowych

Aktywa państwowych funduszy majątkowych wynoszą obecnie ponad 5 bilionów dolarów, co powoduje, iż instytucje te należą do grona największych inwestorów na świecie i mogą pełnić rolę stabilizatora gospodarki światowej. Pomimo kryzysu finansowego i załamania cen aktywów finansowych w 2008 i 2009 r. PFM bardzo szybko odbudowały wartość swoich portfeli. Zdołały to uczynić na przestrzeni dwóch lat, a ogromny wpływ na to zjawisko miały bez wątpienia rosnące ceny surowców, w tym w szczególności ropy naftowej.

**Wykres nr 1. Aktywa PFM (mld USD) oraz indeks Russell 2000<sup>14</sup> w latach 2007–2011**



Źródło: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (30.10.2012).

<sup>12</sup> *Sovereign Wealth...*, op. cit., s. 27.

<sup>13</sup> *Global Financial...*, op. cit., s. 46.

<sup>14</sup> Indeks Russell 2000 jest podindeksem indeksu Russell 3000, tworzonym przez firmę Russell Investments i zawierającego benchmark 2000 amerykańskich spółek o małej kapitalizacji. Por. <http://www.aktynywinwestor.pl/tag/indeksy-swiat/> (30.10.2012).

Największy państwowy fundusz majątkowy – norweski Government Pension Fund Global – zarządza obecnie aktywami wartymi ponad 650 miliardów dolarów<sup>15</sup>. W prezentowanym poniżej rankingu cztery największe PFM, które posiadają portfele przekraczające 500 miliardów dolarów, są w sumie dysponentami prawie połowy aktywów wszystkich funduszy umieszczonych w tabeli. Świadczy to o dużej koncentracji na rynku państwowych funduszy majątkowych, na którym najmniejsze z funduszy mają znikomą udział wynoszący poniżej 100 milionów dolarów.

**Tabela nr 2. Ranking PFM pod względem wielkości zarządzanych aktywów (stan na październik 2012 r.)**

Lp.	Kraj	Nazwa państwowego funduszu majątkowego	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło finansowania (rodzaj funduszu)	Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella <sup>16</sup>
1.	Norwegia	Government Pension Fund – Global	656,2	1990	ropa naftowa	10
2.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Zabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	ropa naftowa	5
3.	China	SAFE Investment Company	567,9 <sup>a</sup>	1997	niesurowcowy	4
4.	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	532,8	b.d.	ropa naftowa	4
5.	Chiny	China Investment Corporation	482	2007	niesurowcowy	7
6.	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	296	1953	ropa naftowa	6
7.	Chiny – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,3	1993	niesurowcowy	8
8.	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	247,5	1981	niesurowcowy	6
9.	Singapur	Temasek Holdings	157,5	1974	niesurowcowy	10
10.	Rosja	National Welfare Fund	149,7 <sup>b</sup>	2008	ropa naftowa	5
11.	Chiny	National Social Security Fund	134,5	2000	niesurowcowy	5
12.	Katar	Qatar Investment Authority	115	2005	ropa naftowa	5
13.	Australia	Australian Future Fund	78,2	2006	niesurowcowy	10
14.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Dubaj	Investment Corporation of Dubai	70	2006	ropa naftowa	4
15.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	65,3	1984	ropa naftowa	9
16.	Libia	Libyan Investment Authority	65	2006	ropa naftowa	1
17.	Kazachstan	Kazakhstan National Fund	61,8	2000	ropa naftowa	8
18.	Algieria	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	ropa naftowa	1
19.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	53,1	2002	ropa naftowa	10
20.	Korea Południowa	Korea Investment Corporation	43	2005	niesurowcowy	9
21.	USA – Alaska	Alaska Permanent Fund	42,3	1976	ropa naftowa	10
22.	Iran	National Development Fund of Iran	40	2011	ropa naftowa, gaz	b.d.

<sup>15</sup> To więcej niż wynosi PKB Norwegii.

Lp.	Kraj	Nazwa państwowego funduszu majątkowego	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło finansowania (rodzaj funduszu)	Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella <sup>16</sup>
23.	Malezja	Khazanah Nasional	34	1993	niesurowcowy	5
24.	Azerbejdżan	State Oil Fund	32,7	1999	ropa naftowa	10
25.	Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983	ropa naftowa	1
26.	Francja	Strategic Investment Fund	28	2008	niesurowcowy	9
27.	USA – Texas	Texas Permanent School Fund	25,5	1854	ropa naftowa, inne	9
28.	Irlandia	National Pensions Reserve Fund	17,5	2001	niesurowcowy	10
29.	Kanada	Alberta's Heritage Fund	15,9	1976	ropa naftowa	10
30.	Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	15,5	2003	niesurowcowy	10
31.	Chile	Social and Economic Stabilization Fund	14,7	2007	miedź	10
32.	USA – Nowy Meksyk	New Mexico State Investment Council	14,3	1958	niesurowcowy	9
33.	Brazylia	Sovereign Fund of Brazil	11,3	2008	niesurowcowy	9
34.	Wschodni Timor	Timor–Leste Petroleum Fund	10,2	2005	ropa naftowa, gaz	8
35.	Bahrajn	Mumtalakat Holding Company	9,1	2006	niesurowcowy	9
36.	Oman	State General Reserve Fund	8,2	1980	ropa naftowa, gaz	1
37.	Peru	Fiscal Stabilization Fund	7,1	1999	niesurowcowy	b.d.
38.	Botswana	Pula Fund	6,9	1994	diamenty, minerały	6
39.	Meksyk	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6,0	2000	ropa naftowa	b.d.
40.	Chile	Pension Reserve Fund	5,7	2006	miedź	10
41.	USA – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	5,6	1974	minerały	9
42.	Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	5,3	2008	ropa naftowa	4
43.	Chiny	China–Africa Development Fund	5,0	2007	niesurowcowy	4
44.	Angola	Fundo Soberano de Angola	5,0	2012	ropa naftowa	b.d.
45.	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,9	2000	ropa naftowa	8
46.	USA – Alabama	Alabama Trust Fund	2,5	1985	ropa naftowa, gaz	b.d.
47.	Włochy	Italian Strategic Fund	1,4	2011	niesurowcowy	b.d.
48.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Ras al–Chajma	RAK Investment Authority	1,2	2005	ropa naftowa	3
49.	Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1,0	2011	ropa naftowa	b.d.
50.	Palestyna	Palestine Investment Fund	0,8	2003	niesurowcowy	b.d.

Lp.	Kraj	Nazwa państwowego funduszu majątkowego	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło finansowania (rodzaj funduszu)	Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella <sup>16</sup>
51.	Wenezuela	FEM	0,8	1998	ropa naftowa	1
52.	USA – Północna Dakota	North Dakota Legacy Fund	0,5	2011	ropa naftowa, gaz	b.d.
53.	Wietnam	State Capital Investment Corporation	0,5	2006	niesurowcowy	4
54.	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,4	1956	fosforany	1
55.	Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0,4	1998	ropa naftowa	b.d.
56.	Indonezja	Government Investment Unit	0,3	2006	niesurowcowy	b.d.
57.	Mauretania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,3	2006	ropa naftowa, gaz	1
58.	Gwinea Równikowa	Fund for Future Generations	0,08	2002	ropa naftowa	b.d.
59.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Federal	Emirates Investment Authority	b.d.	2007	ropa naftowa	2
60.	Oman	Oman Investment Fund	b.d.	2006	ropa naftowa	b.d.
61.	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	b.d.	2007	ropa naftowa	b.d.
62.	Papua Nowa Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	b.d.	2011	gaz	b.d.
63.	Mongolia	Fiscal Stability Fund	b.d.	2011	minerały	b.d.
			<b>Wszystkie paliwowe łącznie</b>	<b>2 979,4</b>		
			<b>Inne fundusze łącznie</b>	<b>2 182,0</b>		
			<b>Suma</b>	<b>5 161,4</b>		

<sup>a</sup> Ustalane w drodze oszacowania.

<sup>b</sup> Obejmuje naftowy fundusz stabilizacyjny Rosji.

<sup>c</sup> Wszystkie dane pochodzą z oficjalnych statystyk funduszu lub innych źródeł publicznych (jeśli instytucje zarządzające funduszami nie publikują informacji o wielkości aktywów w zarządzaniu).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org).

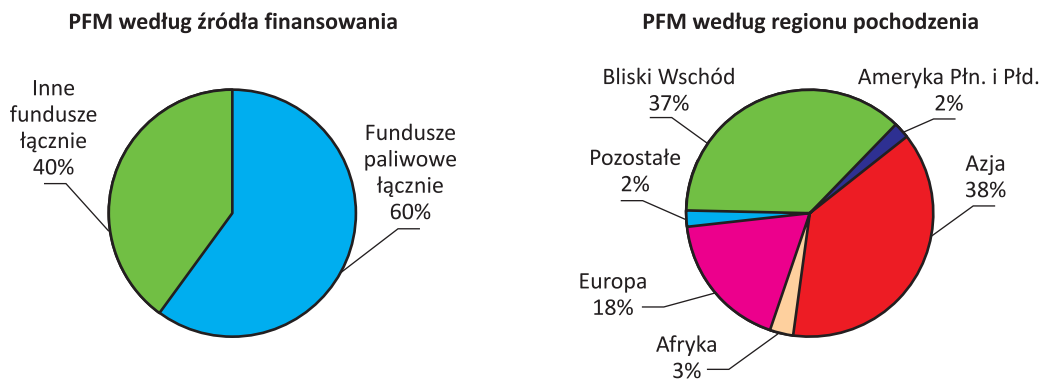
<sup>16</sup> Wskaźnik Linaburga–Maduella, stworzony w Instytucie Państwowych Funduszy Majątkowych (Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI) przez Carla Linaburga i Michaela Maduella, jest narzędziem umożliwiającym ocenę państwowych funduszy majątkowych pod względem przejrzystości ich działania. Bazuje na dziesięciu kluczowych zasadach transparentności, za których spełnienie fundusz otrzymuje po jednym punkcie. Zasady te dotyczą publikowania następujących informacji: 1) geneza, cel, źródła finansowania i struktura właścicielska; 2) roczne raporty zbadane przez niezależnego audytora; 3) struktura portfela (nazwy spółek, struktura geograficzna); 4) wartość portfela, stopy zwrotu, opłaty za zarządzanie; 5) stosowane standardy etyczne, polityka inwestycyjna; 6) strategie i założone cele; 7) spółki zależne, wraz z podaniem ich siedziby i danych kontaktowych; 8) zewnętrzne firmy zarządzające aktywami funduszu; 9) prowadzenie własnej strony internetowej; 10) dane głównej siedziby i dane kontaktowe. Najniższy możliwy wskaźnik wynosi 1, najwyższy 10. Zdaniem SWFI jedynie fundusze posiadające wskaźnik na poziomie 8 punktów lub więcej można uznać za przejrzyste. Por. [www.swfi.org](http://www.swfi.org) (20.10.2012).



Z uwagi na znaczną wartość aktywów znajdujących się w portfelach państwowych funduszy majątkowych cele, dla których zostały powołane, oraz nadzór właścicielski państwa PFM muszą charakteryzować się odpowiednim poziomem przejrzystości funkcjonowania. Mają obowiązek regularnego publikowania danych finansowych, strategii i celów inwestycyjnych, struktury portfela oraz osiągniętych stóp zwrotu. Stopień przejrzystości funkcjonowania PFM może być określony za pomocą wskaźnika Linaburga–Maduella, który uwzględnia spełnianie przez fundusz szeregu obowiązków informacyjnych. Wskaźnik ten przyjmuje wartości od 1 do 10, co pozwala przypisać funduszowi odpowiednio najniższą i najwyższą ocenę przejrzystości funkcjonowania. Wartości indeksu przejrzystości zostały zaprezentowane w tabeli nr 2. Warto zauważyć, że tylko nieliczne fundusze (w tym największy – norweski Global) charakteryzują się najwyższą wymaganą przejrzystością.

Spośród wszystkich funduszy majątkowych zarządzających aktywami o wartości ponad 5 bilionów dolarów największą część stanowią fundusze utworzone z przychodów pochodzących ze sprzedaży ropy i gazu ziemnego – zgodnie z przytoczonymi danymi fundusze paliwowe dysponują prawie 3 bilionami dolarów. Największym funduszem paliwowym jest norweski Global (656,2 miliarda dolarów), niesurowcowym zaś chiński fundusz SAFE (567,9 miliarda dolarów). Fundusze surowcowe stanowią 60% rynku państwowych funduszy majątkowych ogółem.

## Wykres nr 2. Struktura państwowych funduszy majątkowych według źródeł finansowania i regionu pochodzenia (2009)



Źródło: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (30.10.2012).

Tworzenie państwowych funduszy majątkowych jest domeną przede wszystkim krajów Azji i Bliskiego Wschodu – trzy czwarte PFM pochodzi z tych regionów. Na tym tle słabo wypadają Europa, Afryka oraz Ameryka Północna i Południowa, które mogą poszczycić się utworzeniem odpowiednio zaledwie 18%, 3% oraz 2% z ogólnej liczby funkcjonujących PFM. Sytuacja taka jest konsekwencją tworzenia funduszy opartych głównie na przychodach pochodzących ze sprzedaży surowców. Może ona jednak ulec istotnej zmianie, gdy kraje nieposiadające zasobów surowcowych zaczną powoływać fundusze finansowane z innych źródeł, mające za cel swojej działalności wspieranie długookresowej stabilizacji finansów publicznych.

## 5. Charakterystyka państwowych rezerwowych funduszy o celu emerytalnym

Państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym obejmują fundusze powołane wyłącznie dla potrzeb wspierania systemu emerytalnego – publiczne rezerwowe fundusze emerytalne (ang. *Public Pension Reserve Funds, PPRF*) – oraz fundusze oszczędnościowe, których jednym z celów jest równoważenie wpływów i wydatków emerytalnych.

Utworzenie funduszu rezerwowego w ramach systemu emerytalnego polegać może na wyodrębnieniu środków z ogólnego funduszu emerytalnego (w szczególności będzie to wykorzystanie istniejących nadwyżek) lub na pozyskaniu środków z dodatkowych, pozaskładkowych źródeł (mieszczą się tu np. dochody ze sprzedaży surowców, ogólna nadwyżka budżetowa, dochody z prywatyzacji).

**Tabela nr 3. Aktywa państwowych funduszy rezerwowych o celu emerytalnym w wybranych krajach OECD w 2009 r.**

Rodzaj funduszu	Kraj	Nazwa funduszu	Rok założenia	Aktywa	
				W mld USD	% PKB
Fundusz rezerwowy zabezpieczenia emerytalnego ( <i>Social Security Reserve Fund</i> )	Kanada	Canadian Pension Plan	1997	108,6	8,5
	Francja <sup>a</sup>	AGIRC-ARRCO	b.d.	72,4	2,5
	Japonia <sup>a</sup>	Government Pension Investment Fund	2006	1 137,7	23,2
	Korea	National Pension Fund	1988	217,8	26,1
	Meksyk	IMSS Reserve	b.d.	3,6	0,3
	Polska	Fundusz Rezerwy Demograficznej	2002	2,3	0,5
	Portugalia	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	13,1	5,7
	Hiszpania	Social Security Reserve Fund	1997	83,4	5,7
	Szwecja	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	108,8	27,2
	USA	Social Security Trust Fund	1940	2 540,3	17,9
Państwowe emerytalne fundusze majątkowe ( <i>Sovereign Pension Reserve Fund</i> )	Australia	Future Fund	2006	51,6	5,9
	Belgia	Zilverfonds	2001	23,5	5,0
	Francja	Fond de Réserve des Retraites (FRR)	1999	46,3	1,7
	Irlandia	National Pensions Reserve Fund	2000	31,0	13,7
	Nowa Zelandia <sup>b</sup>	New Zealand Superannuation Fund	2001	8,3	7,1
	Norwegia <sup>c</sup>	Government Pension Fund – Norway	b.d.	19,0	5,0
Wszystkie wymienione kraje OECD <sup>d</sup>				4 467,7	18,6

<sup>a</sup> Dane z 2008 r.

<sup>b</sup> Dane z czerwca 2009 r.

<sup>c</sup> Państwowy Fundusz Emerytalny Global (*The Government Pension Fund Global*) jest traktowany przez OECD jako zwykły państwowy fundusz majątkowy i nie jest ujęty w analizie.

<sup>d</sup> Średnia ważona aktywami w odniesieniu do % PKB i dynamiki.

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

Niemal połowa krajów OECD posiada obecnie rezerwowe fundusze emerytalne w celu pokrycia zwiększonych wydatków emerytalnych w przyszłości. Fundusze te zostały utworzone jako stałe elementy zabezpieczenia społecznego lub jako tymczasowe mechanizmy wyrównawcze. Na koniec 2009 r. aktywa rezerwowych funduszy emerytalnych wynosiły 5,4 biliona dolarów i stanowiły prawie 10% łącznego produktu krajowego tych krajów<sup>17</sup>.

Rezerwowe fundusze emerytalne mogą zostać utworzone jako mechanizm stabilizujący w każdym systemie repartycyjnym (PAYG), nie tylko w rozwiązaniach uwzględniających automatyczne dostosowanie systemu do zmieniającej się sytuacji demograficznej. Gromadzenie środków na pokrycie zwiększonych wydatków emerytalnych w przyszłości pomaga uporać się z dwoma potencjalnymi problemami: relatywnie gorszym traktowaniem bardziej licznych kohort emerytów (np. generacji wyżu demograficznego)<sup>18</sup> oraz koniecznością znacznej redukcji wysokości świadczeń emerytalnych, która byłaby niezbędna dla utrzymania równowagi wpływów i wydatków emerytalnych przy niezmiennym poziomie składki<sup>19,20</sup>.

Rezerwowe fundusze emerytalne są tworzone w różnych formach. W powyższej tabeli wyodrębniono fundusze rezerwowe funkcjonujące w ramach istniejących systemów emerytalnych oraz państwowe emerytalne fundusze majątkowe. Przykładowo w 1999 r. we Francji powołano Rezerwowy Fundusz Emerytalny (FRR), który jest zasilany z różnych źródeł – zarówno z podatków, jak i z nadwyżek generowanych w systemie emerytalnym. W Holandii fundusz rezerwowy (AOW) został utworzony w 1997 r. i jest finansowany z nadwyżek fiskalnych w danym roku kalendarzowym. W obu przypadkach środki zgromadzone w funduszach rezerwowych mają zostać wykorzystane na wypłatę świadczeń emerytalnych nie wcześniej niż w 2020 r. Innym dobrym przykładem jest Szwecja, gdzie rezerwy emerytalne zostały „odziedziczone” z systemu wcześniejszego, który akumulował znaczne środki od 1960 r.<sup>21</sup> W Stanach Zjednoczonych ustawa o zabezpieczeniu emerytalnym z 1935 r. (*Social Security Act*) powołała do życia system ubezpieczeniowy o charakterze emerytalnym i rentowym. Z nadwyżek generowanych w systemie utworzono fundusz rezerwy, którego środki są obecnie ulokowane głównie w obligacjach skarbowych. Rezerwy te będą wykorzystywane na wypłatę świadczeń w latach 2015–2030<sup>22</sup>. Większość ogółu rezerw emerytalnych to aktywa zgromadzone w państwowym funduszu rezerwowym Stanów Zjednoczonych. Jednak w odniesieniu do PKB znacznie większe rezerwy posiadają Japonia, Korea i Szwecja<sup>23</sup>.

Celem państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych jest zapewnienie stabilności systemu emerytalnego w obliczu niekorzystnych tendencji demograficznych – stąd powinny one gromadzić środki w okresach relatywnie dobrej sytuacji demograficznej, które zostaną wykorzy-

---

<sup>17</sup> *Pension Outlook 2012, op. cit., s. 66.*

<sup>18</sup> Takie gorsze traktowanie wynika z rachunku matematycznego i rosnących wskaźników obciążenia ekonomicznego systemu emerytalnego, tj. sytuacji, w której mniej liczna grupa pracujących musi finansować świadczenia bardzo licznej grupy beneficjentów.

<sup>19</sup> Innym ze sposobów osiągnięcia równowagi wpływów i wydatków emerytalnych byłoby oczywiście podwyższenie składki emerytalnej. Spowodowałoby to jednak zwiększenie obciążeń nałożonych na kolejne, znacznie mniej liczne pokolenia i zmniejszenie udziału tego pokolenia w wypracowanym przez nie PKB. Podwyższenie składki emerytalnej spotyka się zwykle z ostrym sprzeciwem nie tylko społeczeństwa, lecz także pracodawców – zwiększając bowiem obciążenia ponoszone przez przedsiębiorców.

<sup>20</sup> *Pension Outlook 2012, op. cit., s. 66–67.*

<sup>21</sup> Chociaż głównym celem gromadzenia środków w starym systemie nie było tworzenie rezerw emerytalnych, postanowiono, że duża ich część zostanie pozostawiona do wykorzystania w ramach nowego systemu emerytalnego.

<sup>22</sup> Zgodnie z oficjalnymi projekcjami aktuarusza krajowego.

<sup>23</sup> *Pension Outlook 2012, op. cit., s. 66–67.*

stane w okresach większego demograficznego obciążenia systemu emerytalnego. Wykorzystanie środków zgromadzonych w funduszach rezerwowych powinno zatem nastąpić dopiero po kilkunastu lub nawet kilkudziesięciu latach od ich utworzenia, czyli w okresie, kiedy na emeryturę zaczną przechodzić pokolenia wyżu demograficznego. Rozwiązania przyjęte w tym zakresie w wybranych krajach zaprezentowano w tabeli nr 4.

**Tabela nr 4. Źródła finansowania i sposoby wykorzystania emerytalnych funduszy rezerwowych w wybranych krajach**

Kraj	Źródło finansowania	Sposób wykorzystania
Norwegia (GPFPG)	dochody z wydobycia ropy naftowej (1% PKB)	wypłaty z funduszu nie mogą przekroczyć 4% kapitału rocznie
Francja (FRR)	podatek socjalny (2%)	wykorzystanie możliwe po 2020 r.
Nowa Zelandia (NZSF)	dotacja budżetowa w wysokości określonej formułą mającą zapewnić stabilność systemu w długim okresie (w praktyce ok. 0,75% PKB)	wykorzystanie możliwe po 2020 r., faktycznie po 2030 r.
Portugalia (SSFSF)	składka pracownicza (2–4% podstawy wymiaru)	transfer możliwy po zgromadzeniu aktywów równych dwuletnim wypłatom świadczeń
Irlandia	dotacja budżetowa (1% PKB)	transfer możliwy nie wcześniej niż od 2025 r.
Polska	składka emerytalna, dochody z prywatyzacji	transfer możliwy od 2009 r.

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie W. Nagel, Fundusz Rezerwy Demograficznej – dziesięć lat funkcjonowania. Próba bilansu i rekomendacje, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2012, nr 2, s. 102.*

## 6. Działalność inwestycyjna państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych – podstawowe wytyczne

Inwestycje państwowych funduszy majątkowych związanych z zabezpieczeniem emerytalnym mają zwykle długoterminowy charakter odpowiadający podstawowemu celowi, dla którego instytucje te zostały powołane. Głównym zadaniem jest w tym przypadku kumulowanie i pomnażanie środków w okresie występowania nadwyżek budżetowych lub pochodzących ze sprzedaży surowców, aby następnie wykorzystać te środki w razie niedoborów w publicznych funduszach emerytalnych lub w sytuacji deficytu systemu zabezpieczenia społecznego. Warto przy tym zwrócić uwagę, że tylko niektóre z państwowych funduszy majątkowych mają cel wyłącznie emerytalny – duża część tego typu instytucji ma za zadanie ogólne gromadzenie oszczędności czy stabilizowanie gospodarki, a dofinansowanie systemu emerytalnego jest jednym z wielu celów przyświecających ich funkcjonowaniu.

Działalność inwestycyjna państwowych emerytalnych funduszy majątkowych ma mieć równoważący wpływ na finanse publiczne w długim okresie oraz m.in. ma pozwolić uniknąć sytuacji, w której kolejne pokolenia obywateli byłyby nadmiernie obciążone finansowaniem emerytur dla licznych pokoleń osób, które zakończyły już aktywność zawodową. Z tego punktu widzenia fundusze te przyczyniają się do realizacji zasady sprawiedliwości społecznej i solidaryzmu, w szczególności w aspekcie międzypokoleniowym.

Zmiany demograficzne są zjawiskiem o długim horyzoncie czasowym – stąd okres gromadzenia, a następnie wykorzystania środków państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych w celu złagodzenia wpływu zmian demograficznych na finanse systemów emerytalnych powinien obejmować co najmniej dziesięciolecie. Tak długi horyzont inwestycyjny umożliwia prowadzenie

polityki lokacyjnej nakierowanej na osiągnięcie zadowalającego poziomu zysku w okresie minimum 20– czy 30–letnim, przy pełnej akceptacji przejściowych strat i spadku wartości aktywów w okresach dekonunktury na rynkach finansowych. Część funduszy osiąga ponadprzeciętne zyski dzięki wyjątkowej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz możliwości nabywania aktywów o zmniejszonej płynności, które oferują jednocześnie znacznie wyższy potencjalny zysk.

Zarządzaniem aktywami państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych zajmują się zwykle wskazane przez rząd instytucje, głównie wyodrębnione podmioty państwowe. Zazwyczaj są to specjalnie utworzone w tym celu instytucje, tak jak w przypadku Irlandii czy Nowej Zelandii, lub czynności te są wykonywane przez inne podmioty państwowe, których podstawową działalnością jest administrowanie systemem zabezpieczenia społecznego lub polityka pieniężna państwa – model ten jest stosowany m.in. w Norwegii i Polsce. Przegląd instytucji zarządzających państwowymi rezerwowymi funduszami emerytalnymi został zaprezentowany w tabeli nr 5.

**Tabela nr 5. Podmioty zarządzające aktywami państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych w wybranych krajach**

Kraj	Podmiot zarządzający	Organ zarządzający
Kanada	Kanadyjski Plan Emerytalny Rada Inwestycyjna (spółka sektora publicznego)	Zarząd Rady Inwestycyjnej Kanadyjskiego Planu Emerytalnego
Francja	Fundusz Rezerwy Emerytalnej	Rada Nadzorcza Funduszu Rezerwy Emerytalnej
Irlandia	Agencja Zarządu Skarbu Państwa	Komisja Państwowego Emerytalnego Funduszu Rezerwowego
Korea	Ośrodek Zarządzania Funduszem Krajowego Serwisu Emerytalnego (państwowa instytucja zabezpieczenia społecznego)	Zgromadzenie Narodowe
Nowa Zelandia	Strażnica Nowozelandzkiego Funduszu Emerytalnego (spółka sektora publicznego)	Strażnica Nowozelandzkiego Funduszu Emerytalnego
Norwegia	Norweski Rządowy Fundusz Emerytalny „Global”	Zarząd Inwestycyjny Banku Norweskiego (część Banku Centralnego) zarządzający w imieniu Ministerstwa Finansów
Szwecja	Första AP Fundusz	Rada dyrektorów Funduszu Första AP
Japonia	Rządowy Inwestycyjny Fundusz Emerytalny (GPIF)	Przewodniczący GPIF oraz Ministerstwo Zdrowia, Pracy i Opieki Społecznej
Polska	Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS)	Komitet Inwestycyjny + Dyrektor Departamentu Finansów Funduszy ZUS

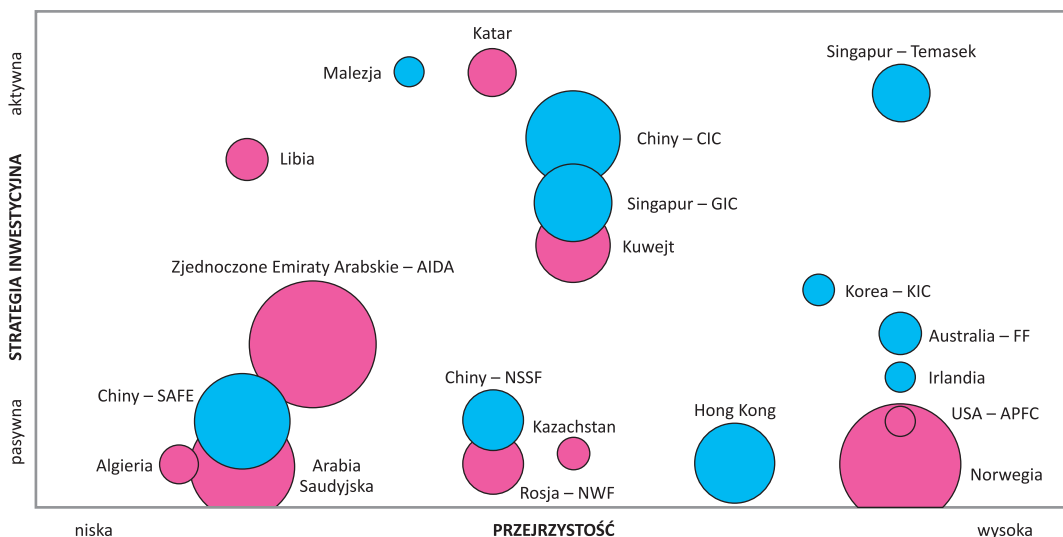
*Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. Gdański, Fundusze rezerwowe w wybranych systemach zabezpieczenia społecznego, ZUS, Warszawa 2012, s. 7.*

Z uwagi na państwowy charakter funduszy ich działalność inwestycyjna musi spełniać wymogi pełnej przejrzystości, a dane o funkcjonowaniu funduszy powinny być regularnie publikowane. Wymogi takie obowiązują również w sytuacji, gdy bezpośrednie zarządzanie funduszem zostało przekazane innemu prywatnemu podmiotowi trudniącemu się działalnością inwestycyjną.

Zarządzający funduszami działają zwykle zgodnie z wytycznymi zawartymi w udzielonych im mandatach inwestycyjnych, a po zakończeniu okresów rozliczeniowych zobowiązani są przedstawiać roczne sprawozdania, badane następnie przez niezależnych audytorów. Poziom

przejrzystości działań funduszu zależy często od przyjętej strategii inwestycyjnej<sup>24</sup> i określonych przez zarządzającego celów. Warto podkreślić, że państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym charakteryzują się znacznie większą przejrzystością funkcjonowania niż PFM o ogólnym charakterze stabilizacyjnym czy też oszczędnościowym.

### Wykres nr 3. Przejrzystość funkcjonowania a strategia inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych (PFM)



Źródło: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/sovereign-wealth-funds-strategy-and-transparency-jan-2011-update/> (20.10.2012).

W celu zapewnienia bezpieczeństwa środków zgromadzonych w państwowych emerytalnych funduszach majątkowych, OECD oraz ISSA (*International Social Security Association*) opublikowały rekomendacje dla rezerwowych funduszy emerytalnych dotyczące zarządzania środkami. Obie organizacje zwróciły uwagę na profesjonalną i niezależną od rządu politykę inwestycyjną oraz maksymalną przejrzystość funkcjonowania funduszy. Zostały sformułowane następujące zalecenia szczegółowe<sup>25</sup>:

- 1) Zarządzający funduszem powinien przestrzegać zasady *prudent person*, co oznacza, że powinien postępować ostrożnie i profesjonalnie, bez nadmiernego związania ilościowymi limitami inwestycyjnymi; wykonując powierzone obowiązki, winien wykorzystywać całość posiadanej wiedzy i wkładać w swoje starania dużo wysiłku. Zarządzający powinni spełniać wysokie standardy zawodowe oraz, jeśli istnieje taka potrzeba, korzystać z porad ekspertów zewnętrznych. Zarząd państwowego funduszu rezerwowego powinien być niezależny od doraźnych wpływów politycznych. Regulacje prawne powinny określać możliwości

<sup>24</sup> Strategia inwestowania aktywnego jest zwykle powiązana z mniejszą przejrzystością – celem jest bowiem osiągnięcie wyników wyższych od przeciętnych, dzięki wykorzystywaniu możliwości inwestycyjnych niedostrzeżonych przez innych uczestników rynku finansowego.

<sup>25</sup> Por. M. Grodzicki, *Funduszowi Rezerwy Demograficznej należy umożliwić realizację celów, do których zostały powołany*, analiza FOR nr 12/2012, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Warszawa 2012, s. 12–13.

ewentualnego wpływu rządu na politykę inwestycyjną funduszu<sup>26</sup>. Działania funduszu powinny być przejrzyste dla opinii publicznej. Dobór kadr, polityka inwestycyjna i bieżąca działalność powinny być jawne.

- 2) Działalność inwestycyjna funduszu powinna mieć na celu jedynie maksymalizację zysku, przy poziomie ryzyka nie wyższym od wcześniej założonego.
- 3) Polityka lokacyjna powinna podlegać okresowej kontroli. Wyniki inwestycyjne winny być porównywane z indeksem referencyjnym (tzw. benchmarkiem). Osoby zarządzające powinny być odpowiedzialne zawodowo za wyniki funduszu.
- 4) Katalog instrumentów inwestycyjnych, w które mogą być lokowane środki funduszu rezerwowego, powinien obejmować również zagraniczne papiery wartościowe, bowiem mogą one przyczynić się zarówno do zwiększenia zyskowności, jak i do obniżenia ryzyka portfela inwestycyjnego.

Dodatkowo OECD oraz ISSA sformułowały zalecenia odnośnie do zasad ładu korporacyjnego, które powinny być stosowane przez państwowe emerytalne fundusze rezerwowe<sup>27</sup>.

- 1) W centrum struktury organizacyjnej powinien znajdować się zarząd odpowiadający przed jego beneficjentami za funkcjonowanie funduszu. Zasady wyboru członków zarządu powinny być jasno określone, a osoby zasiadające w zarządzie winny posiadać niezbędną wiedzę i doświadczenie z zakresu inwestowania. Członkowie zarządu muszą mieć także jasno sprecyzowane obowiązki oraz silną legitymację do sprawowania swoich funkcji.
- 2) Fundusze buforowe potrzebują struktury organizacyjnej zapewniającej rozdział funkcji operacyjnej i nadzorczej.
- 3) Organem zarządzającym może być minister, zarząd instytucji zabezpieczenia społecznego lub podmiot powołany specjalnie do zarządzania funduszem. Większa rozdzielnność struktury organu zarządzającego stanowi lepsze zabezpieczenie przed wpływem politycznym (szczególnie w przypadku, gdy dany minister zarządza jednocześnie funduszem i systemem zabezpieczenia społecznego).
- 4) Organ zarządzający powinien być wspierany przez komitet inwestycyjny, doradzający w kwestii strategii inwestycyjnej, będący jednocześnie organem wykonawczym w kwestii zarządzania aktywami.
- 5) Zarządzanie aktywami może być delegowane na zewnątrz, ale wyłącznie wtedy, gdy organ zarządzający zachowuje powierzoną mu odpowiedzialność za fundusz. Taki *outsourcing* powinien mieć uzasadnienie ekonomiczne (np. mała wartość zarządzanych aktywów lub inwestycje w specyficzne klasy instrumentów finansowych). Zewnętrzny zarządzający powinien zostać wybrany w drodze konkurencyjnego przetargu.
- 6) Ustawowe ograniczenia inwestycyjne powinny dotyczyć jedynie lokowania środków w papierach wartościowych jednego emitenta lub grupy emitentów. Szczegółowe limity inwestycyjne dotyczące konkretnych rodzajów inwestycji powinny być ustalane przez zarząd funduszu w ramach polityki kształtowania pożądanej struktury portfela.

---

<sup>26</sup> Na temat konfliktu interesów państwo–zarządzający i jego wpływu na politykę inwestycyjną zob. np. D. Stańko, *Publiczne fundusze emerytalne – podstawowe zagadnienia*, ekspertyza dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych, 2007, [www.igte.com.pl](http://www.igte.com.pl).

<sup>27</sup> Zasady te uznawane są za międzynarodowe dobre praktyki w zakresie ładu korporacyjnego. Por. J. Gdański, *Fundusze rezerwowe w wybranych systemach zabezpieczenia społecznego*, ZUS, Warszawa 2012, s. 7; J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, „OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions” 2008, No. 15, s. 22.

- 7) Działalność funduszy rezerwowych powinna odznaczać się wysoką przejrzystością, której przejawem jest publikowanie m.in. rocznych sprawozdań finansowych i raportów audytora oraz informacji o wynikach i strukturze portfela inwestycyjnego. Do dobrych praktyk należy także zaliczyć opracowanie i wdrożenie kodeksu postępowania oraz regulacji dotyczących konfliktu interesów.

Większość funkcjonujących państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych spełnia powyższe wymagania<sup>28</sup>. Warto jednak na marginesie podkreślić, że do grupy przejrzystych instytucji nie można zaliczyć funkcjonującego w Polsce Funduszu Rezerwy Demograficznej. Wynika to m.in. z faktu, iż fundusz ten lokuje środki głównie w obligacje skarbu państwa w konsekwencji zastosowania swobodnego „przymusu”<sup>29</sup>.

### 7. Aktywa i portfele państwowych funduszy rezerwowych o celu emerytalnym

Państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym oraz państwowe fundusze rezerwowe zabezpieczenia społecznego posiadają aktywa o istotnym znaczeniu dla funkcjonowania i rozwoju tak lokalnych, jak i globalnych rynków finansowych.

**Tabela nr 6. Aktywa emerytalnych funduszy rezerwowych w wybranych krajach w 2006 r. (mld USD)**

Kraj	Nazwa	Typ <sup>a</sup>	Data powstania	Aktywa w mld USD
Stany Zjednoczone	Social Security Trust Fund	SSRF	1940	2 048,112
Japonia	National Reserve Funds (w tym GPIF)	SSRF	1959	1 217,551
Norwegia	Government Pension Fund Global	SSRF	1990	278,124
Korea	National Pension Fund	SSRF	1988	190,842
Szwecja	National Pension Funds (AP 1–4 oraz 6)	SSRF	2000	117,468
Kanada	Canada Pension Plan reserve fund	SSRF	1962	86,392
Hiszpania	Social Security Reserve Fund	SSRF	1997	44,875
Francja	Pension Reserve Fund (FRR)	SPRF	1999	39,140
Australia	Future Fund	SPRF	2006	13,678
Portugalia	Financial Stabilisation Fund	SPRF	1989	8,330
Meksyk	IMSS Reserve Fund	SPRF	1943	7,392
Nowa Zelandia	Superannuation Fund	SPRF	2001	6,666
Polska	Fundusz Rezerwy Demograficznej	SSRF	2002	1,760

<sup>a</sup> SSRF – Social Security Reserve Fund, fundusz rezerwowy zabezpieczenia społecznego; SPRF – Sovereign Pension Reserve Fund, państwowy emerytalny fundusz majątkowy.

Źródło: J. Gdański, *Fundusze rezerwowe w wybranych systemach zabezpieczenia społecznego*, ZUS, Warszawa 2012, s. 3.

<sup>28</sup> J. Yermo, *op. cit.*, s. 22.

<sup>29</sup> Autorka ma tutaj m.in. na myśli obowiązkowy zakup obligacji skarbowych za środki uzyskane z prywatyzacji. Należy także podkreślić trudności w dostępie do informacji o aktualnych wynikach inwestycyjnych, składzie portfela czy kosztach.

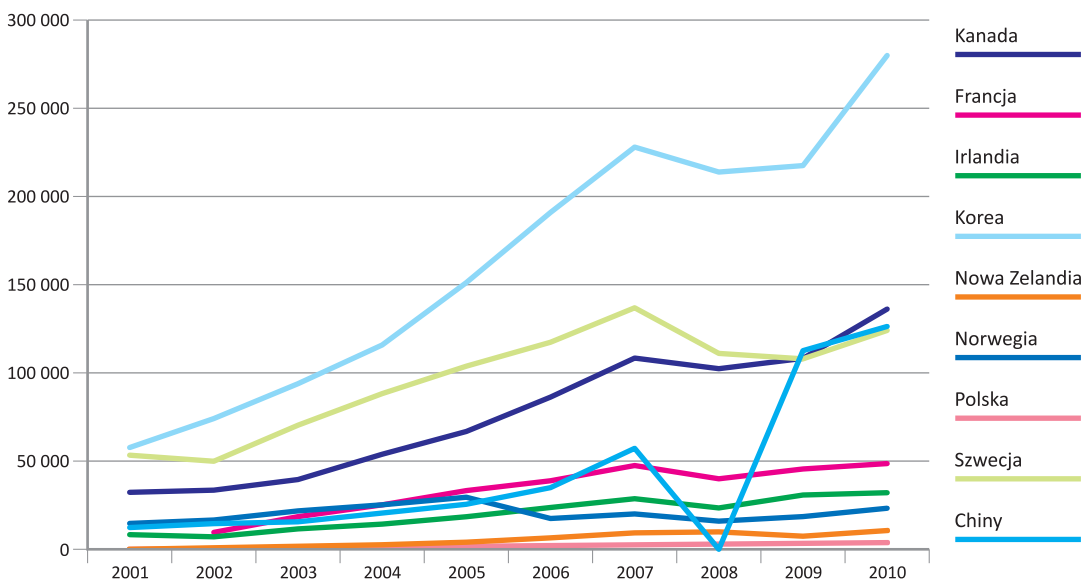


Największy z funduszy – rezerwy fundusz Stanów Zjednoczonych *Social Security Trust Fund* – w 2006 r. zarządzał aktywami wynoszącymi ponad 2 biliony dolarów, deklasując pod względem wielkości pozostałe fundusze, w tym drugi w rankingu japoński *National Reserve Funds* z aktywami wartymi ponad 1,2 biliona dolarów. Wśród krajów europejskich największym państwowym funduszem majątkowym o celu emerytalnym może się poszczycić Norwegia – Państwowy Fundusz Emerytalny Global na koniec 2006 r. dysponował niemal 280 miliardów dolarów. Polska na koniec 2006 r. zgromadziła w Funduszu Rezerwy Demograficznej aktywa o wartości jedynie 1,76 miliardów dolarów.

Aktualna wielkość środków zgromadzonych w poszczególnych funduszach jest częściowo pochodną długiego okresu ich funkcjonowania – największy z omawianych funduszy został utworzony już w 1940 r., fundusz japoński zaś w 1959 r. Znacznie mniejsze aktywa zgromadzone zostały w instytucjach powołanych w drugiej połowie lat 90. XX wieku oraz później. Warto także zwrócić uwagę, że fundusze tworzone w ostatnich latach nie mogły zwykle korzystać z finansowania w formie przejmowania nadwyżek budżetowych lub wolnych środków w systemach emerytalnych, gdyż nadwyżki te już wówczas nie występowały.

Niezależnie od długości okresu funkcjonowania państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych ich aktywa rosną w długim okresie w każdym z wybranych krajów. Wynika to z systematycznego wnoszenia wpłat do poszczególnych funduszy oraz generowania zysków z działalności lokacyjnej. Jedynym okresem, w którym odnotowano spadki wartości aktywów, był ostatni kryzys finansowy, szczególnie głęboki w latach 2008–2009. W tym okresie największej przecenienie uległy aktywa funduszu chińskiego oraz Państwowego Funduszu Emerytalnego – Norwegia.

**Wykres nr 4. Aktywa wybranych państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych w latach 2001–2010 (w mln USD)**

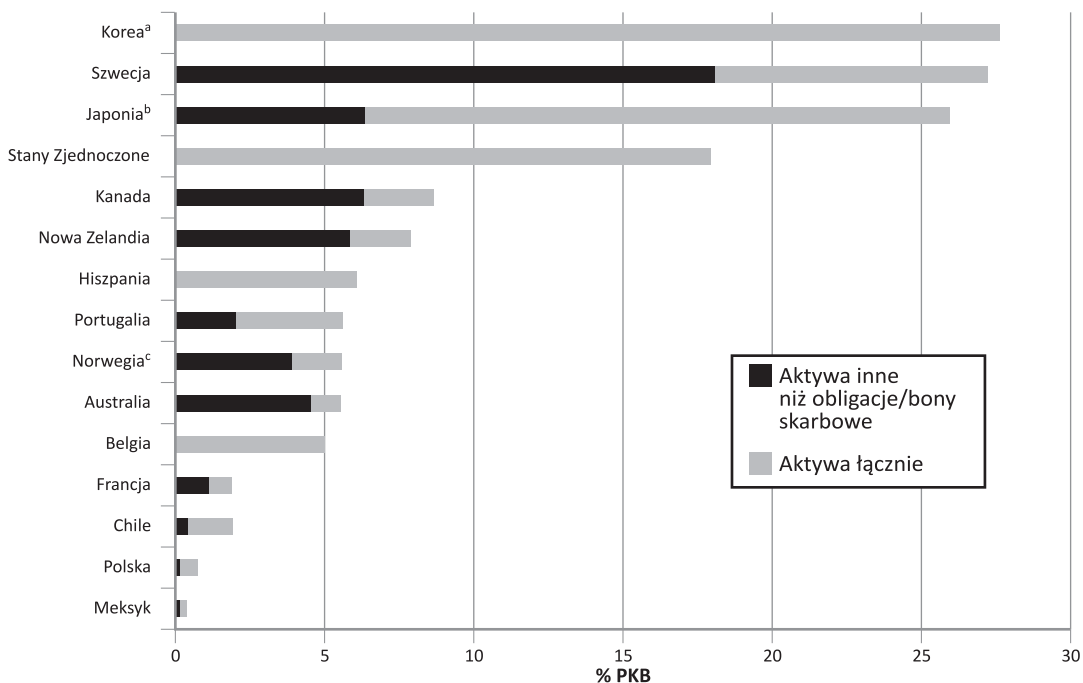


Dane dotyczące Norwegii obejmują wyłącznie aktywa Państwowego Funduszu Emerytalnego – Norwegia, nie uwzględniają natomiast aktywów Państwowego Funduszu Emerytalnego – Global.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Pension Outlook 2012*, OECD, 2012, s. 228.

Przy analizie wartości aktywów zgromadzonych w funduszach rezerwowych warto porównać ich wielkość z rozmiarami krajowych gospodarek. Niska wartość środków funduszu tworzonego przez mały kraj może bowiem w zupełności wystarczyć na zrównoważenie finansów systemu emerytalnego w długim okresie, jeśli społeczeństwo jest mniej liczne, wynagrodzenia (oraz oferowane świadczenia emerytalne) są niższe, a w konsekwencji niższe są również wydatki emerytalne w ujęciu nominalnym. Znacznie większe nominalnie aktywa funduszu mogą natomiast nie wystarczyć w przypadku krajów rozwiniętych, których starzejąca się ludność oczekuje wysokich świadczeń emerytalnych. Odnosząc wartość aktywów do produktu krajowego brutto w analizowanych państwach zauważyć można, że najbardziej korzystne relacje występują w przypadku Korei Południowej, Japonii oraz Szwecji. Kraje te zgromadziły fundusze przekraczające 25% produktu krajowego brutto. Natomiast Stany Zjednoczone, których fundusz jest największy pod względem wartości nominalnej, zgromadziły rezerwy w wysokości ok. 18% PKB. Relatywnie najniższym poziomem rezerw emerytalnych charakteryzują się Polska i Meksyk, w których przypadku aktywa wynoszą odpowiednio 0,7% i 0,3% PKB. Taki stan funduszy na pewno nie zagwarantuje zrównoważenia wpływów i wydatków z systemu emerytalnego w okresie, gdy na emeryturę przejdą pokolenia wyżu demograficznego.

**Wykres nr 5. Aktywa emerytalnych funduszy rezerwowych jako procent PKB (2010)**



<sup>a</sup> Niemożliwe jest oszacowanie części aktywów stanowiących obligacje / bony skarbowe.

<sup>b</sup> Dane za 2009 r.

<sup>c</sup> Wykres nie obejmuje norweskiego Państwowego Funduszu Emerytalnego Global. Aktywa zgromadzone w Państwowego Funduszu Emerytalnego Global stanowiły 113% PKB w 2009 r. Fundusz ten nie jest jednak przeznaczony jedynie na potrzeby systemu emerytalnego, lecz wspiera generalnie finanse publiczne.

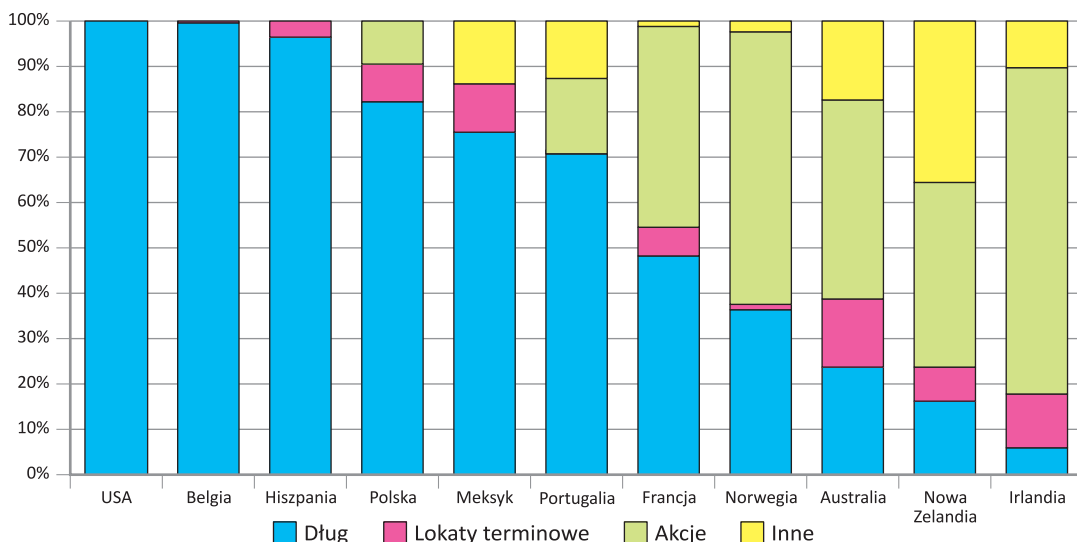
Źródło: Pension Outlook 2012, OECD, 2012, s. 67.

Większość aktywów funduszy rezerwowych (60%) jest ulokowana w obligacjach i bonach skarbowych. Część z wykazywanych aktywów rezerwowych ma także formę zobowiązań rządowych wobec funduszu<sup>30</sup>, co ma miejsce np. w Stanach Zjednoczonych. Czarna część słupków na wykresie nr 5 ilustruje, jaka część aktywów funduszy rezerwowych jest inwestowana w instrumenty inne niż obligacje i bony skarbowe. Średni udział tych inwestycji w portfelach funduszy wynosi 3,7% PKB, co pozwoliłoby sfinansować wydatki emerytalne jedynie przez okres 6 miesięcy. Ponadto rządy niektórych krajów podjęły w ostatnim czasie decyzję o rozpoczęciu wykorzystywania rezerw emerytalnych w celu łagodzenia skutków kryzysu finansowego. Postąpiły tak m.in. Irlandia i Francja, finansując w ten sposób krótkoterminowe cele polityki gospodarczej.

Ograniczone rozmiary rezerwowych funduszy emerytalnych kontrastują ze znacznie większym poziomem oszczędności zgromadzonych w prywatnych planach emerytalnych. Łączna wartość aktywów w prywatnych planach emerytalnych w krajach OECD wyniosła 19,2 bilionów dolarów w 2010 r., stanowiąc ponad dwie trzecie łącznego rocznego PKB tych krajów<sup>31</sup>.

Zdecydowana większość aktywów funduszy rezerwowych jest inwestowana w rządowe instrumenty dłużne. Udział tych papierów wartościowych wynosił praktycznie 100% w portfelach funduszy Stanów Zjednoczonych oraz Belgii. Tylko nieznacznie mniej papierów dłużnych posiadał w 2009 r. fundusz hiszpański, natomiast Polska, Meksyk i Portugalia mogły poszczycić się ok. 70–80% alokacją środków funduszy rezerwowych w tę kategorię instrumentów wartościowych. Najmniej papierów dłużnych posiadały państwowe emerytalne fundusze majątkowe Irlandii, Nowej Zelandii i Australii – w tym przypadku udział w portfelu obligacji i bonów skarbowych nie przekraczał 25%.

**Wykres nr 6. Struktura aktywów wybranych emerytalnych funduszy rezerwowych w 2009 r.**



Źródło: Fundusz Rezerwy Demograficznej, ZUS, Warszawa 2012; [www.zus.pl](http://www.zus.pl), za [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

<sup>30</sup> Są to aktywa w formie tzw. IOU – I Owe You.

<sup>31</sup> *Pension Outlook 2012*, op. cit. s. 68.

Najbardziej agresywną politykę inwestycyjną prowadziły fundusze nowozelandzki, norweski i szwedzki – ich portfele były w 2010 r. zbudowane głównie z instrumentów udziałowych. Poprzez większą ekspozycję na rynek akcji fundusze te miały szanse szybciej odbudować wartość portfela, uszczuploną w wyniku spadku cen posiadanych instrumentów finansowych w okresie kryzysu finansowego<sup>32</sup>.

**Tabela nr 7. Portfele inwestycyjne wybranych emerytalnych funduszy rezerwowych**

Kraj	Akcje	Obligacje	Środki pieniężne	Nieruchomości	Inne inwestycje
Kanada (2010)	49,6%	32,8%	0,0%	9,1%	8,5%
Francja (2010)	32,2%	45,6%	15,7%	2,1%	0,0%
Korea (2010)	17,9%	77,6%	0,0%	0,0%	4,5%
Nowa Zelandia (2010)	75,0%	20,0%	0,0%	5,0%	0,0%
Norwegia (2010)	60,0%	35,0%	0,0%	5,0%	0,0%
Szwecja (2010)	59,5%	36,7%	0,8%	0,0%	0,0%
Japonia (2011)	20,7%	76,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: J. Gdański, *Fundusze rezerwowe w wybranych systemach zabezpieczenia społecznego, ZUS, Warszawa 2012, s. 10.*

Obserwowane zmiany w polityce inwestycyjnej funduszy pozwalają stwierdzić, że instytucje te dążą do coraz większej dywersyfikacji portfela aktywów i lokowania środków w nowe kategorie instrumentów, nie tylko finansowych, lecz także realnych, które mogą zaoferować wyższą od przeciętnej stopę zwrotu oraz oferują możliwość zabezpieczenia portfela przed różnymi rodzajami ryzyk związanych z działalnością lokacyjną.

Fundusze zmierzają do zwiększania swojej obecności na zagranicznych rynkach finansowych<sup>33</sup>, chociaż aktywność w tym obszarze jest czasami odgórnie ograniczana poprzez rządowe korekty polityk inwestycyjnych, mające na celu skierowanie dodatkowych środków do krajowych gospodarek i wsparcie strategicznych sektorów<sup>34</sup>. Na skutek poszukiwania ponadprzeciętnych zysków

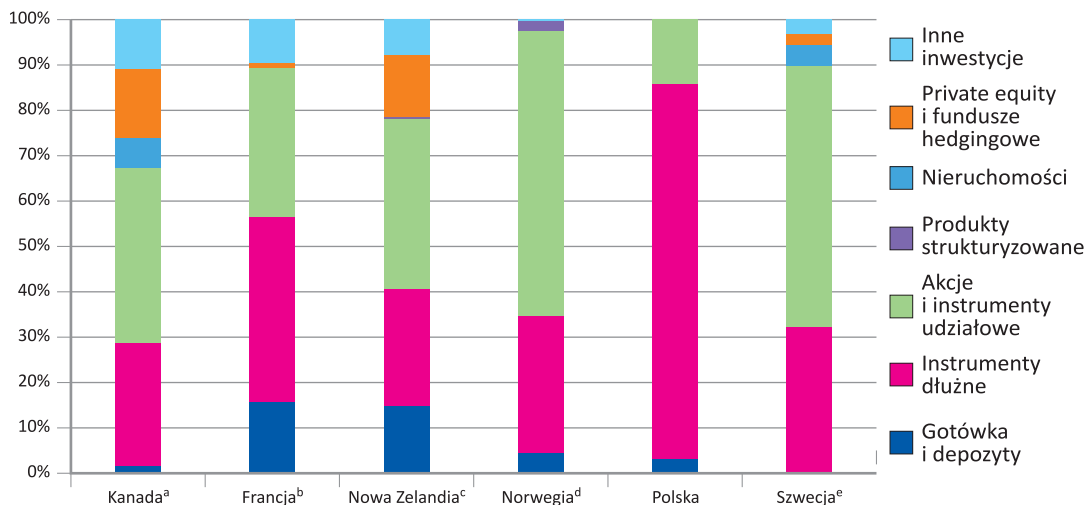
<sup>32</sup> Autorka nie podejmuje tutaj dyskusji nt. aktywnego i pasywnego inwestowania państwowych funduszy majątkowych i związanych z tym kosztów. Szerzej na ten temat zob. A. Ang, W.N. Goetzmann, S.M. Schaefer, *Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global*, raport dla Norges Bank Investment Management, 2009.

<sup>33</sup> Dobrym przykładem jest tutaj irlandzki National Pension Reserve Fund, który w 2006 r. ulokował aż 34,6% swojego portfela za granicą. Jeszcze większe zaangażowanie w inwestycje zagraniczne wykazuje New Zealand Superannuation Fund, dla którego wskaźnik ten wyniósł 75,3% w tym samym roku. Francuski FRR zaczął inwestować na rynkach zagranicznych (zdefiniowanych jako rynki poza strefą euro) w 2004 r., inwestując wówczas w ten sposób 5,1% aktywów portfela. Trzy lata później 34,8% środków FRR było już alokowane za granicą, co można uznać za znaczny wzrost zaangażowania w inwestycje zagraniczne. Podobną dynamiką zaangażowania zagranicznego charakteryzowały się także fundusze Korei Południowej oraz Japonii, wykazując wzrost zaangażowania z odpowiednio 0,3% w 2002 r. do 10,8% w 2007 r. oraz z 19,4% w 2001 r. do 25,5% w 2006 r. Por. A. Blundell-Wignall, Y. Hu, J. Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14, OECD Publishing 2008, s. 12.

<sup>34</sup> Stało się tak np. w 2011 r. w Irlandii, kiedy środki funduszu zostały przeznaczone na dokapitalizowanie irlandzkich banków i zmieniono skład strategicznego portfela funduszu.

przy zachowaniu określonego poziomu bezpieczeństwa zgromadzonych środków oraz w wyniku pozostającego w pamięci doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego w portfelach funduszy zaczynają się pojawiać w szerszym zakresie produkty strukturyzowane, nieruchomości, instrumenty typu *private equity* i fundusze hedgingowe.

**Wykres nr 7. Struktura portfela emerytalnych funduszy rezerwowych w wybranych krajach w 2010 r.**



<sup>a</sup> Inne inwestycje obejmują inwestycje infrastrukturalne.

<sup>b</sup> Inne inwestycje obejmują pożyczki i instrumenty pochodne.

<sup>c</sup> Dane na koniec czerwca 2010 r. Inne inwestycje obejmują instrumenty pochodne i inwestycje w przemysł drzewny.

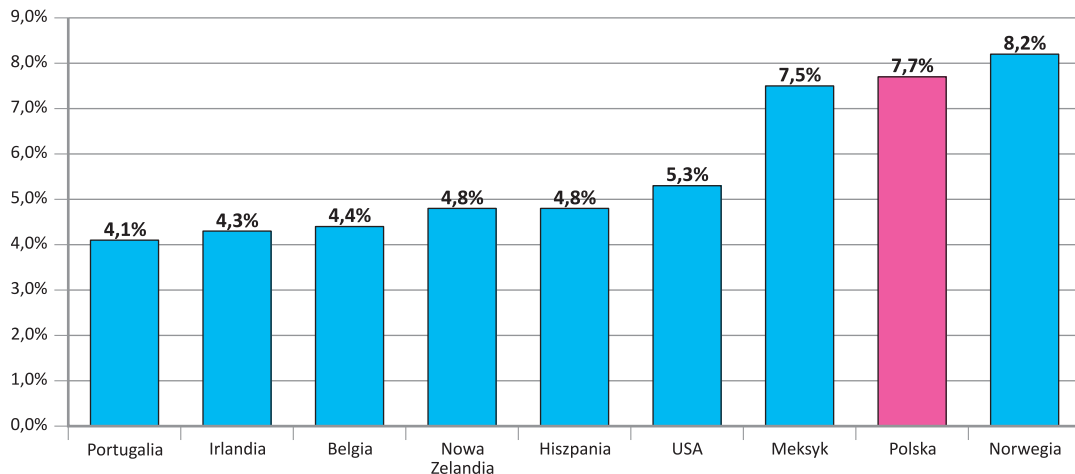
<sup>d</sup> Inne inwestycje obejmują instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym i swapy na stopę procentową.

<sup>e</sup> Inne inwestycje obejmują m.in. swapy walutowe (*foreign exchange portfolios*).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Pension Outlook 2012, OECD, 2012, s. 238.*

Zarządzając w długim okresie znaczymi aktywami i mając do wyboru szeroki wachlarz instrumentów finansowych oraz możliwość prowadzenia dość elastycznej polityki inwestycyjnej, państwowe emerytalne fundusze majątkowe mogą odnosić dodatkowe korzyści z lokowania środków w inwestycje, które mają szansę wygenerować ponadprzeciętne zyski w długim horyzoncie czasowym. Ze względu na brak konieczności regularnego upłynniania aktywów i dopasowywania ich struktury do bieżących wydatków w systemach emerytalnych, fundusze mogą podejmować decyzje o zaangażowaniu środków w mało płynne inwestycje, które przyniosą wysoką stopę zwrotu za kilka lub kilkanaście lat (np. bezpośrednio inwestycje w dobrze rokujące przedsiębiorstwa).

## Wykres nr 8. Średnie nominalne roczne stopy zwrotu wybranych emerytalnych funduszy rezerwowych w latach 2004–2009



Źródło: Fundusz Rezerwy Demograficznej, ZUS, Warszawa 2012, [www.zus.pl](http://www.zus.pl), za [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

Dotychczasowa działalność lokacyjna funduszy rezerwowych pokazuje, że instytucje te zdolne są do wypracowywania wysokich stóp zwrotu w długim okresie. Prezentowane na wykresie nr 8 średnie nominalne roczne stopy zwrotu wybranych emerytalnych funduszy rezerwowych w latach 2004–2009 ukształtowały się na poziomie od nieco ponad 4% do ponad 8%. Najwyższe stopy odnotował fundusz norweski, polski<sup>35</sup> i meksykański, natomiast najniższe zostały wypracowane przez instytucje portugalską i irlandzką.

Rosnące aktywa państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych spowodowały wzrost zainteresowania ich działalnością ze strony inwestorów, ekspertów, polityków, instytucji międzynarodowych, a także zwykłych obywateli. Zauważono przy tym, że działalność państwowych funduszy majątkowych pozytywnie wpłynęła na rynek finansowy w okresie ostatniego kryzysu finansowego – fundusze te absorbowały część spadków na rynku akcji i stabilizowały sytuację na globalnych rynkach finansowych. Okazały się zatem przydatne do ograniczania wahań na rynku akcji, przynajmniej w krótkim okresie. Zjawisko to było konsekwencją prowadzonej przez fundusze długoterminowej strategii inwestycyjnej, nieograniczonej potrzebami dokonywania wypłat z funduszu w krótkim okresie<sup>36</sup>. Ponadto zarządzający funduszami wykazali się dobrą znajomością zjawisk występujących na rynkach finansowych i konstruowali długoterminowe portfele w taki sposób, aby osiągnąć maksymalną stopę zwrotu przy określonym poziomie ryzyka, wspierając jednocześnie rozwój i wpływając na płynność globalnych rynków finansowych.

Kryzys finansowy z lat 2008–2009 spowodował jednak, że wzrosły deficyty finansów publicznych w większości państw i pojawiły się pomysły na wykorzystanie środków zgromadzonych

<sup>35</sup> W przypadku polskiego Funduszu Rezerwy Demograficznej nie można niestety wykazać, że wysoka stopa zwrotu wynikała ze znacznej dywersyfikacji portfela i długoterminowego zaangażowania w instrumenty generujące potencjalnie wysoki zysk. Fundusz ten lokował swoje środki głównie w obligacje skarbu państwa.

<sup>36</sup> Ponadto działalność inwestycyjna tych funduszy nie jest z reguły ograniczona metodą bieżącej rynkowej wyceny aktywów (*mark to market*) oraz dużą częstotliwością publikowania wyników. Na politykę tę wpływa także częsty brak występowania gwarancji stopy zwrotu. Za cenne uwagi autorka dziękuje recenzentowi.

w państwowych emerytalnych funduszach majątkowych w celu przywrócenia równowagi finansów publicznych w krótkim okresie. Głębokie spadki na giełdach papierów wartościowych zaowocowały ponadto silną presją na zmianę polityki lokacyjnej funduszy w kierunku zwiększania zaangażowania na rynkach lokalnych, w tym na zakup instrumentów dłużnych skarbu państwa, oraz bezpośredniego finansowania inwestycji infrastrukturalnych<sup>37</sup>. Zjawisko wcześniejszej konsumpcji środków zgromadzonych w funduszu rezerwowym wystąpiło także w Polsce: aktywa Funduszu Rezerwy Demograficznej – które z założenia miały być wykorzystane wyłącznie na uzupełnienie niedoboru funduszu emerytalnego wynikającego z przyczyn demograficznych, a planowany termin ich uruchomienia ustalony został pierwotnie na rok 2020 – zaczęto wykonywać dziesięć lat wcześniej<sup>38</sup>.

### **Zakończenie – Zasadność tworzenia i utrzymywania środków w państwowych emerytalnych funduszach rezerwowych**

W ostatnich latach naznaczonych kryzysem finansowym i niedoborami w budżetach większości państw wielokrotnie podważana była zasadność tworzenia i celowość utrzymywania środków w ramach państwowych funduszy majątkowych w systemie zabezpieczenia emerytalnego, czego przykładem może być chociażby Polska. Należy jednak pamiętać, że fundusze te mają zwykle horyzont długoterminowy i nie zostały utworzone w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników w krótkim okresie czy zapewniania stabilności finansów publicznych w krótkim horyzoncie czasowym.

Zastanawiając się nad zasadnością tworzenia i utrzymywania państwowych funduszy rezerwowych mających cel emerytalny, warto pamiętać, że fundusze te mogą przyczynić się do wygenerowania korzyści ekonomicznych w długim okresie, o ile spełnione zostaną następujące warunki<sup>39</sup>:

- Utworzenie i funkcjonowanie funduszu musi być spójne z szeroko pojmowaną długoterminową polityką rządu, planami budżetowymi i polityką pieniężną. W przeciwnym razie wzrost ryzyko błędnych decyzji politycznych i pojawić się może np. konieczność przedterminowej wypłaty środków z funduszu.
- Działalność funduszu musi być zintegrowana z polityką gospodarczą danego kraju, a odpowiedzialne instytucje muszą być informowane o transakcjach dokonywanych przez fundusz oraz o strukturze jego portfela inwestycyjnego – zapewni to uwzględnienie tych wielkości w oficjalnych rachunkach i innych statystykach.

<sup>37</sup> Zjawisko takie wystąpiło np. w Irlandii.

<sup>38</sup> Pierwsze wykorzystanie środków FRD nastąpiło w 2010 r. Uruchomiono wówczas środki w kwocie 7,5 mld zł, aby dofinansować wypłatę świadczeń dla pokolenia bieżących emerytów. Utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy i groźba przekroczenia kolejnych progów ostrożnościowych wyznaczonych dla długu publicznego doprowadziły do wykorzystywania środków rezerwy emerytalnej również w dwóch kolejnych latach. W 2011 r. wypłacono z FRD kwotę 4,0 mld zł, a w 2012 r. przekazano do funduszu emerytalnego środki o wysokości 2,89 mld zł. Por. rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24 sierpnia 2010 r. w sprawie wykorzystania w 2010 r. środków Funduszu Rezerwy Demograficznej na uzupełnienie niedoboru funduszu emerytalnego wynikającego z przyczyn demograficznych (Dz. U. nr 163, poz. 1099); rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 sierpnia 2011 r. w sprawie wykorzystania w 2011 r. środków Funduszu Rezerwy Demograficznej na uzupełnienie niedoboru funduszu emerytalnego wynikającego z przyczyn demograficznych (Dz. U. nr 175, poz. 1041); rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 sierpnia 2012 r. w sprawie wykorzystania w 2012 r. środków Funduszu Rezerwy Demograficznej na uzupełnienie niedoboru funduszu emerytalnego wynikającego z przyczyn demograficznych (Dz. U., poz. 950).

<sup>39</sup> J. Lipsky, *op. cit.*

- Fundusz może efektywnie funkcjonować tylko przy właściwie określonych zasadach finansowania i wykorzystania zgromadzonych w nim środków. Sytuacje faktycznego konsumowania środków muszą być zgodne z celami, dla których fundusz został powołany.
- Warunkiem sukcesu działalności inwestycyjnej funduszu jest stosowanie przez instytucję zarządzającą funduszem dobrych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego (*corporate governance*). Rząd powinien wyznaczyć jasno określone cele, które winien osiągnąć zarządzający funduszem. Dokładnie sprecyzowana powinna być struktura zarządcza funduszu, funkcje poszczególnych jednostek, zakres ich odpowiedzialności i wzajemne relacje. Proces faktycznego zarządzania funduszem, tj. inwestowania jego środków, powinien być oddzielony od sprawowania nadzoru nad działalnością tej jednostki.
- Jasność i przejrzystość operacji dokonywanych przez fundusz chroni przed niewłaściwym wykorzystaniem środków publicznych i jest gwarantem uzyskania poparcia społecznego dla funkcjonowania funduszu. Edukacja społeczna w zakresie zasadności tworzenia funduszu i zasad jego działania sprzyja wspieraniu działań mających na celu dalsze budowanie rezerwy emerytalnej zamiast wykorzystywania środków funduszu do celów krótkoterminowej polityki budżetowej. Ogromne znaczenie ma przy tym regularne publikowanie sprawozdań finansowych i sprawozdań z działalności funduszu, informowanie społeczeństwa o celach prowadzonej przez fundusz polityki inwestycyjnej, rodzajach nabywanych aktywów oraz osiągniętych stopach zwrotu<sup>40</sup>.
- Efektywność funkcjonowania państwowego funduszu rezerwowego mającego cel emerytalny zależy głównie od doboru właściwej polityki inwestycyjnej, która powinna być zgodna z celami utworzenia funduszu<sup>41</sup>. Przy wykorzystaniu najlepszych praktyk inwestycyjnych i ciągłym dokonywaniu oceny możliwości inwestycyjnych pojawiających się na rynkach finansowych (przy zachowaniu ekspozycji na ryzyko nie większej od określonego odgórnie poziomu) państwowe fundusze majątkowe mogą osiągać wysokie stopy zwrotu i skutecznie pomnażać gromadzone w nich środki.

Kwestia zasadności wykorzystania środków państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych przed okresem, w którym świadczenia zaczną pobierać pokolenia wyżu demograficznego, sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy ważniejszy jest interes przyszłych pokoleń, czy grupy bieżących podatników. Emerytalne fundusze rezerwowe zostały utworzone w celu ograniczenia obciążeń przyszłych pokoleń wypłatą świadczeń na rzecz osób, które zakończyły aktywność zawodową. Rozwiązania takie są niezbędne dla wyrównania skutków falowania demograficznego (istotnie różnej liczebności kolejnych pokoleń) bez konieczności zmiany innych parametrów systemu emerytalnego (np. wysokości składki czy poziomu świadczeń emerytalnych).

<sup>40</sup> Zasadę przejrzystości działalności państwowego emerytalnego funduszu rezerwowego przyjęto w ostatnich latach w Chile. Informacje o wartości aktywów i strukturze chilijskiego funduszu publikowane są z miesięczną częstotliwością, a informacje o osiągniętych stopach zwrotu – raz na kwartał.

<sup>41</sup> Państwowe fundusze majątkowe o charakterze stabilizacyjnym, które charakteryzują się krótszym horyzontem inwestycyjnym, lokują zwykle środki bardziej konserwatywnie niż fundusze o celu oszczędnościowym. Te drugie, przyjmując kilkunasto- lub kilkudziesięcioletni okres inwestycji, mogą inwestować właściwie we wszystkie klasy instrumentów finansowych, włącznie z inwestycjami alternatywnymi. Taka dywersyfikacja umożliwi osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie. Państwowe emerytalne fundusze rezerwowe mogą dostosowywać swoją politykę inwestycyjną do harmonogramu prognozowanych wypłat do systemu emerytalnego (tzw. *matching assets and liabilities*). Wówczas ich polityka inwestycyjna przypomina strategię finansowania bezpośrednich zobowiązań emerytalnych (*direct pension liabilities*).



Państwowe emerytalne fundusze rezerwowe mają zarówno zwolenników, jak i przeciwników. Część ekonomistów jest zdania, że transfery środków do funduszy w rzeczywistości finansowane są deficytem budżetowym i przyczyniają się do wzrostu długu publicznego. Mechanizm taki poprawia co prawda bilans systemu emerytalnego, zmniejszając ukryty dług emerytalny (tzw. *implicit debt*), lecz pogarsza jednocześnie stan budżetu państwa, zwiększając rozmiary długu jawnego (*explicit debt*). W rezultacie mniejsze zobowiązania emerytalne są zastępowane większymi zobowiązaniami z tytułu długu publicznego.

Skutki te są sobie równe, jeśli analizujemy je w ujęciu statycznym. Należy jednak pamiętać, że w ujęciu dynamicznym sytuacja wygląda inaczej<sup>42</sup>:

1. Gromadzenie oszczędności w państwowych emerytalnych funduszach rezerwowych pozwala osiągnąć wyższe stopy zwrotu z działalności inwestycyjnej i przyczynia się do wyższego tempa wzrostu gospodarczego. Osiągnięcie pożądanego efektu jest jednak możliwe wyłącznie przy zapewnieniu odpowiedniej niezależności politycznej instytucji zarządzającej funduszem oraz znacznej determinacji rządu do utrzymywania w długim okresie rezerw emerytalnych, które nie są finansowane długiem.
2. Koszty obsługi długu jawnego i niejawnego są różne. W pierwszym przypadku są nimi oprocentowanie instrumentów dłużnych skarbu państwa, w drugim – stopa waloryzacji uprawnień w systemie emerytalnym.
3. Wysokość długu jawnego nie powinna przekraczać określonych limitów (zwykle określonych ustawowo), co powoduje, że rządy nie mogą bez końca zwiększać długu publicznego. Natomiast dług emerytalny, z uwagi na jego ukryty charakter, nie jest wyraźnie limitowany i przy małej wyobraźni polityków może osiągnąć ogromne rozmiary – największym zagrożeniem jest w tym przypadku taka eskalacja długu emerytalnego, która spowoduje niemożność jego sfinansowania przez przyszłe pokolenia.
4. Oba rodzaje długu różnią się znacznie możliwościami ich egzekwowania. Dług jawny jest bezwzględnie egzekwowalny. Natomiast dług emerytalny jest zaciągany wobec własnych obywateli, co powoduje, że rząd może zredukować jego wysokość niekoniecznie poprzez sfinansowanie zaciągniętych zobowiązań emerytalnych (lecz np. w drodze obniżenia świadczeń).

Podsumowując, zabezpieczenie środków na wypłatę przyszłych emerytur w formie państwowych emerytalnych funduszy rezerwowych jest znacznie bezpieczniejsze niż bazowanie na ukrytym długu emerytalnym, który ma zostać w przyszłości spacony przez przyszłe pokolenia. Takie rozwiązanie chroni bowiem przed nadmierną eskalacją ukrytego długu emerytalnego, pomaga zrównoważyć wpływy i wydatki emerytalne w okresach falowania demograficznego i wymusza przeprowadzanie potrzebnych reform nie tylko w obszarze zabezpieczenia emerytalnego. Ze względu na długoterminowy charakter systemów emerytalnych należy dbać o interesy przyszłych pokoleń i nie zwiększać rozmiarów długu ukrytego. Tylko w taki sposób można zagwarantować, że faktycznie realizowana będzie zasada sprawiedliwości i solidarności międzypokoleniowej, która jest przecież kluczowa z punktu widzenia właściwego funkcjonowania systemów emerytalnych.

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

---

<sup>42</sup> Por. M. Grodzicki, *op. cit.*, s. 10–11.

## *Summary of the article*

### **Pension sovereign wealth funds – characteristics and basic principles of operation**

Government pension reserve funds have been created in many countries to offer additional source of financing for old-age pension systems in case they face significant deficit resulting from demographic reasons. This kind of funds often operate in a form of a sovereign wealth fund, although their inflows not always come from currency transfers or commodity sales. Sovereign wealth funds' investments are long-term ones and their investment policy focuses on getting the highest rates of return that can be gained due to lower limitations concerning investment risk. The article presents main characteristics of pension sovereign wealth funds, basic principles of their functioning, portfolio structure and rates of return.

Last years of financial crisis and the situations of significant fiscal deficits resulted in a strong debate whether it sensible to create and maintain any assets in government pension reserve funds. One of such a discussion was conducted in Poland. This article deals also with this question underlining that government pension reserve funds are, from definition, long-term investors and they have not been raised to sustain the public finances on a short-term basis. The decumulation of pensions government reserve funds should take place only in the situation when there is a deficit in government old-age pension fund resulting from high level of old-age dependancy ratio. Consuming the fund's assets earlier means giving preference to today's taxpayer over the needs of future generations. Such activities do not help to curb escalation of pension debt.