

WOJCIECH NAGEL

Fundusz Rezerwy Demograficznej – dziesięć lat funkcjonowania. Próba bilansu i rekomendacje

Polska, podobnie jak wiele krajów zrzeszonych w OECD, ustanowiła specjalną instytucję, której zadaniem jest asekurowanie stabilności finansowej wypłat funduszu emerytalnego w systemie bazowym. Fundusz Rezerwy Demograficznej rozpoczął swoje funkcjonowanie w 2002 roku, natomiast w końcu 2012 roku poziom jego aktywów osiągnie blisko 17 mld zł. Przedmiotem opracowania jest próba analizy minionego okresu działalności lokacyjnej Funduszu oraz wpływu na kształtowanie się wielkości jego aktywów poszczególnych źródeł zasilania finansowego, w tym środków pochodzących z prywatyzacji mienia skarbu państwa. Autor przedstawia przykłady działalności zagranicznych funduszy rezerwowych, ze szczególnym uwzględnieniem francuskiego FRR. Stanowi on wartościowy punkt odniesienia dla rekomendowanych zmian w organizacji i funkcjonowaniu FRD.

Wprowadzenie

Reforma ubezpieczeń społecznych wprowadziła szereg rozwiązań instytucjonalnych, które nawiązywały do metod asekuracji bazowych systemów emerytalnych, obecnych w wielu krajach rozwiniętych.¹ Wielofilarowa, zdywersyfikowana konstrukcja źródeł przyszłych świadczeń emerytalnych często jest uzupełniana funduszem, którego zadaniem jest stworzenie finansowej asekuracji ryzyka demograficznego. W Polsce zaczęło ono narastać z początkiem lat dziewięćdziesiątych, u progu transformacji ustrojowej. Wydłużaniu się okresu dożycia towarzyszyły zjawiska charakterystyczne dla tzw. drugiego przejścia demograficznego, w tym obniżenie się dzietności oraz stopniowe zmniejszanie się liczebności gospodarstwa domowego. Polska stała się krajem, który w minionej dekadzie wszedł w fazę długoterminowej stagnacji demograficznej², a prognozowanie terminu jej zakończenia jest obecnie obarczone dużą niepewnością. Czas transformacji przyniósł wydłużenie

-
1. Por. J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 15, OECD Publishing, OECD France 2008, s. 5–6.
 2. Por. M. Okólski, *Demografia zmiany społecznej*, WN Scholar 2004, s. 153.

okresu życia zarówno kobiet, jak i mężczyzn. Wynosił on³ w 2010 roku 80,6 lat dla kobiet (o 5,4 lat dłużej aniżeli w 1990 roku) i 72,1 lat w przypadku mężczyzn (odpowiednio – o 4,3 lat więcej).

Przedstawiony poniżej szkic do analizy funkcjonowania Funduszu Rezerwy Demograficznej przedstawia dwa etapy jego działalności:

1. Okres początkowy, przypadający na lata 2002–2008, w którym nastąpiło uruchomienie działalności operacyjnej, wypracowanie zasad zarządzania środkami pieniężnymi oraz stopniowy, ekstensywny przyrost aktywów Funduszu.
2. Okres przypadający na lata 2009–2012, który charakteryzuje się zmianami w przepisach prawnych, skutkującymi powiększeniem się aktywów Funduszu oraz wprowadzeniem do praktyki jego funkcjonowania tendencji do uruchamiania środków służących celom bieżącej polityki finansowej państwa.

W podsumowaniu zaprezentowano prognozę dotyczącą kształtowania się sytuacji FRD w najbliższych latach, zawierającą opinię na temat perspektyw dalszego jego funkcjonowania. Odniesiono się także do zasad funkcjonowania wybranych funduszy rezerwowych za granicą, w szczególności we Francji.

1. Podstawy funkcjonowania FRD: misja, cel, źródła finansowania

Fundusz Rezerwy Demograficznej został utworzony w następstwie zmian wprowadzonych reformą emerytalną, jednakże jego faktyczne uruchomienie nastąpiło z kilkuletnim opóźnieniem. Formalnie rozpoczął on funkcjonowanie w 2002 roku⁴ „dla ubezpieczeń emerytalnych ze środków pozostających w dniu 31 grudnia każdego roku na rachunku funduszu emerytalnego”. Zgodnie z przepisem ustawowym pomniejszane są one o „kwotę niezbędną na wypłatę świadczeń wymagalnych w pierwszym miesiącu kolejnego roku kalendarzowego”⁵. W początkowym okresie działalności Funduszu, w latach 2002–2003, głównym źródłem jego zasilania była część składki na ubezpieczenie emerytalne w wysokości 0,1 proc. podstawy wymiaru. W fazie projektowania założeń finansowania FRD odpis składkowy został ustalony w wysokości 1 proc., co umożliwiło przeznaczenie 2,2 mld zł na rzecz wypłat świadczeń z FUS.⁶ Zmniejszenie wysokości odpisu tłumaczono skutkami spowolnienia gospodarczego oraz koniecznością sfinansowania tzw. opóźnień transferowych, będących konsekwencją niedostosowania systemu informatycznego ZUS do wymogów reformy emerytalnej. W następnych latach, począwszy od 2004 roku, wysokość części składki emerytalnej sukcesywnie podwyższano o 0,05 proc., do wielkości maksymalnej – 0,35 proc. w 2008 roku i w latach kolejnych. Środki z prywatyzacji mienia skarbu państwa, które zaczęły wpływać na konto Funduszu po zmianie przepisów prawnych, osiągnęły w latach 2009–2011

3. *Prognoza ludności Polski na lata 2008–2035*, Warszawa GUS 2007, por. także: *Opinia GUS do projektu ustawy o zmianie ustawy o emeryturach i rentach z FUS*, pismo prezesa GUS do Ministra Pracy i Polityki Społecznej z dnia 1.03.2012 r., s. 2.

4. Art.58 ust. 1. ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jednolity Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.).

5. Ibidem.

6. Por. J. Auleytner, *Polityka społeczna czyli ujarzianie chaosu socjalnego*, WSP-TWP Warszawa 2002, s. 410.

łącną wielkość 14,3 mld zł. W planie finansowym FRD na 2012 rok założono⁷, iż ponownie zostanie on zasilony kwotą 3,9 mld zł, pochodzącą z tytułu prywatyzacji.

Ponieważ przepisy ustawowe, zawarte w rozdziale 6 przedmiotowej ustawy, nie odnoszą się wprost do określenia misji i celu Funduszu, warto spróbować dokonać ich identyfikacji. Misję FRD można byłoby zdefiniować jako zapewnienie asekuracji wypłat świadczeń z funduszu emerytalnego, którego funkcjonowanie jest objęte ryzykiem demograficznym w perspektywie długoterminowej. Cel funkcjonowania Funduszu Rezerwy Demograficznej można opisać jako systematyczne gromadzenie środków finansowych z przeznaczeniem na uzupełnienie ujawnionych niedoborów funduszu emerytalnego.⁸ Uruchomienie finansowania niedoboru powinno następować wyłącznie z przyczyn demograficznych, na ściśle określonych zasadach. Istotną przeszkodą rozwojową, która ujawniła się w fazie projektowania, a następnie w trakcie funkcjonowania Funduszu, stało się określenie terminu możliwości skorzystania z jego aktywów. Ustalono, iż może stać się to „nie wcześniej niż w 2009 roku”, co przy zasadniczym zmniejszeniu odpisu na przychody nie stwarzało perspektywy istotnego przyrostu aktywów.

Cel, który realizuje Fundusz, jest możliwy do osiągnięcia poprzez gromadzenie aktywów finansowych oraz ich skuteczne lokowanie, bez możliwości zaciągania pożyczek i kredytowania przedsięwzięć. Ustawodawca określił, iż FRD uzyskuje go poprzez połączenie maksymalnego bezpieczeństwa i rentowności lokat.⁹ Wydaje się, iż wskazywałoby to na dążenie do realizacji bardziej konserwatywnej aniżeli dynamicznej strategii w alokacji aktywów Funduszu. Znajduje to odzwierciedlenie w strukturze aktywów Funduszu oraz zasadach polityki lokacyjnej, które zostały przyjęte w jego działalności operacyjnej.

2. Działalność operacyjna Funduszu Rezerwy Demograficznej w latach 2002–2008

W początkowych latach funkcjonowania Fundusz był zasilany środkami pieniężnymi jedynie z części składki na ubezpieczenie emerytalne. W końcu 2007 roku, w efekcie kumulacji napływających środków, poziom aktywów Funduszu ukształtował się w wysokości blisko 3,5 mld zł. Była ona znacznie niższa od uprzednio planowanej¹⁰, pojawiały się wątpliwości dotyczące sensu istnienia Funduszu oraz konieczności dokonania skutecznych zmian w jego finansowaniu. Wzrostu kapitalizacji można było upatrywać wyłącznie w rozpoczęciu przekazywania na jego rzecz części środków z prywatyzacji, zwłaszcza że zapowiedź wzmocnienia FRD znalazła się w rządowym exposé wygłoszonym w listopadzie 2007 roku.¹¹ Nastąpiły zmiany ustawowe, których istotą było wprowadzenie przepisu o możliwości zasilania FRD ze środków uzyskanych z prywatyzacji mienia

7. Plan finansowy FRD na 2012 rok, załącznik nr 3 do ustawy budżetowej na 2012 rok, Dz. U. z 2012 r., poz. 273.

8. *Fundusz Rezerwy Demograficznej*, Warszawa 2012, Centrala ZUS, s. 1.

9. Por. art. 63 ust. 1 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jedn. Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.).

10. Szacunkowe wyliczenia wskazują, iż w przypadku uruchomienia Funduszu w 1999 roku, jeśli podstawa wymiaru odpisu wynosiłaby 1% wynagrodzenia brutto, zgromadzone aktywa w 2007 roku byłyby trzykrotnie większe, a ich wielkość wyniosłaby ok. 10–12 mld zł.

11. Exposé Prezesa Rady Ministrów, listopad 2007, KPRM.

skarbu państwa w wysokości 40 proc. brutto.¹² Dynamiczny przyrost aktywów nastąpił w kolejnych latach, w którym Fundusz formalnie, zgodnie z przepisem ustawowym, mógł rozpocząć zasilanie corocznych niedoborów funduszu emerytalnego.

Tabela 1. Sytuacja finansowa FRD w latach 2002–2008 (w tys. zł)

Wyszczególnienie: (wielkości /lata)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Poziom aktywów FRD (stan na początek roku)	x	233 902	479 667	902 685	1 555 172	2 460 428	3 488 394
Wysokość przychodów	234 206	245 850	423 121	653 028	905 888	1 028 804	1 404 634
Wydatki bieżące	304	85	103	541	632	838	109
Poziom aktywów FRD (stan na koniec roku)	233 902	479 667	902 685	1 555 172	2 460 428	3 488 394	4 462 515
Wysokość odpisu (% podstawy wymiaru)	0,10%	0,10%	0,15%	0,20%	0,25%	0,30%	0,35%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ZUS.

Przychody Funduszu w 2008 r. wyniosły blisko 1 405 mln zł i były o 36,5 proc. wyższe od wielkości przychodów osiągniętych w roku poprzedzającym. Główną ich pozycję stanowiła wówczas część składki na ubezpieczenie emerytalne w wysokości 0,35 proc. podstawy wymiaru. Przychody z tego tytułu wyniosły ponad 1 209 mln zł i były o blisko 36 proc. wyższe aniżeli w roku poprzednim. Głównym powodem przyrostu aktywów w tym czasie było stopniowe podnoszenie w latach 2002–2008 wysokości części składki¹³ przeznaczanej na zasilanie funduszu: od 0,1 proc. do 0,35 proc. na koniec okresu.

Tabela 2. Struktura przychodów FRD w latach 2002–2008 (w tys. zł)

Wyszczególnienie: wielkości /lata	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Przychody	234 206	245 850	423 121	653 028	905 888	1 028 804	1 404 634
Składki	220 409	224 817	349 484	492 342	657 215	890 011	1 209 421
Pozostałe przychody	13 797	21 033	73 637	160 686	248 673	138 793	195 213

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ZUS.

Z uwagi na sposób usytuowania Funduszu jedynymi znaczącymi wydatkami są koszty bieżącego zarządzania, uwzględniające opłaty na rzecz KDPW i NBP oraz audytora zewnętrznego. W 2007 roku wyniosły one 838 tys. zł, jednakże w 2008 roku ich wysokość nie przekroczyła 109 tys. zł, co stanowiło niespełna 6 proc. kwoty preliminowanej w planie finansowym FRD. Było to związane z faktem, iż w 2008 roku nie dokonywano zakupów akcji i bardzo znacznie zredukowany został poziom wydatków na prowizje maklerskie. Wymienione powyżej czynniki spowodowały, iż stan Funduszu w końcu analizowanego okresu wyniósł blisko 4,5 mld zł, a zdecydowaną większość stanowiły środki pieniężne ulokowane w obligacjach skarbowych, akcjach notowanych na GPW oraz lokatach bankowych.

12. Por. art. 58 ust. 1 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jedn. Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.).

13. Por. art. 112 ust. 2 i 3 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jedn. Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.).

Efekty polityki lokacyjnej Funduszu w latach 2003–2012: instrumenty finansowe, model zarządzania portfelem inwestycyjnym

Podejmując próbę analizy polityki lokacyjnej Funduszu, należy podkreślić, iż jej kierunek jest ściśle powiązany z możliwościami inwestowania dopuszczonymi przez ustawodawcę. Bezpieczeństwo lokowanych aktywów stanowi wyraźną wytyczną dla zarządzających, których możliwości inwestowania regulują przepisy szczegółowe.¹⁴ Na ich podstawie środki pieniężne Funduszu są lokowane w następujące instrumenty finansowe:

1. bony, obligacje i inne papiery wartościowe skarbu państwa,
2. papiery wartościowe emitowane przez gminy, związki gmin i miasto stołeczne Warszawa,
3. dłużne papiery wartościowe gwarantowane lub poręczane przez skarb państwa,
4. depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe,
5. tzw. akcje i obligacje zdematerializowane¹⁵,
6. obligacje emitowane przez spółki publiczne¹⁶.

Koncepcja zarządzania środkami FRD ulegała pewnej ewolucji w okresie wdrażania reformy emerytalnej. Ustawa o systemie ubezpieczeń społecznych zawierała w początkowym brzmieniu ogólny przepis o możliwości powierzenia po dniu 1 stycznia 2002 roku zarządzania rezerwą demograficzną „uprawnionemu podmiotowi zewnętrznemu”.¹⁷ Następnie przepis ten zmieniono wprowadzając zastrzeżenie, iż zarządzanie zewnętrzne może zostać powierzone po zgromadzeniu przez FRD „środków wyższych aniżeli 250 000 tys. zł”.¹⁸ Wspomniana wielkość aktywów została osiągnięta już w końcu 2002 roku, jednakże nie wpłynęło to na zmianę zarządzającego, którym pozostał Zakład Ubezpieczeń Społecznych.

Politykę lokacyjną, która jest prowadzona przez dysponenta aktywów, można określić jako model pasywnego zarządzania. Procedura lokowania środków FRD jest zatwierdzana przez Zarząd Zakładu, który przyjmuje założenia polityki lokacyjnej zawierającej limity inwestycyjne i sposób zarządzania środkami. Ważnym gremium decyzyjnym, które rozstrzyga o obowiązującym w danym czasie sposobie inwestowania, jest Komitet Inwestycyjny [Komitet ds. aktywów finansowych]. Obok rekomendacji inwestycyjnych wyznacza on określoną strukturę portfela FRD oraz ustala wskaźniki będące miarami ryzyka rynkowych oraz dopuszczalne poziomy tych wskaźników.¹⁹ Bieżące zarządzanie FRD i podejmowanie szczegółowych decyzji lokacyjnych sprawowane jest na podstawie rekomendacji Komitetu i wykonywane w Centrali Zakładu. Aktywa lokowane są w szczególności w skarbowe papiery wartościowe, akcje spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych

14. Por. Rozporządzenie Ministra Pracy i Polityki Społecznej z dnia 29 maja 2009 r. w sprawie lokowania środków Funduszu Rezerwy Demograficznej [Dz. U. Nr 92, poz. 757].

15. Zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi [Dz. U. Nr 183, poz. 1538].

16. W rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [Dz. U. Nr 184, poz. 1539].

17. Por. art. 64 ust. 1 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych [Dz. U. z 1998 r. Nr 137, poz. 887].

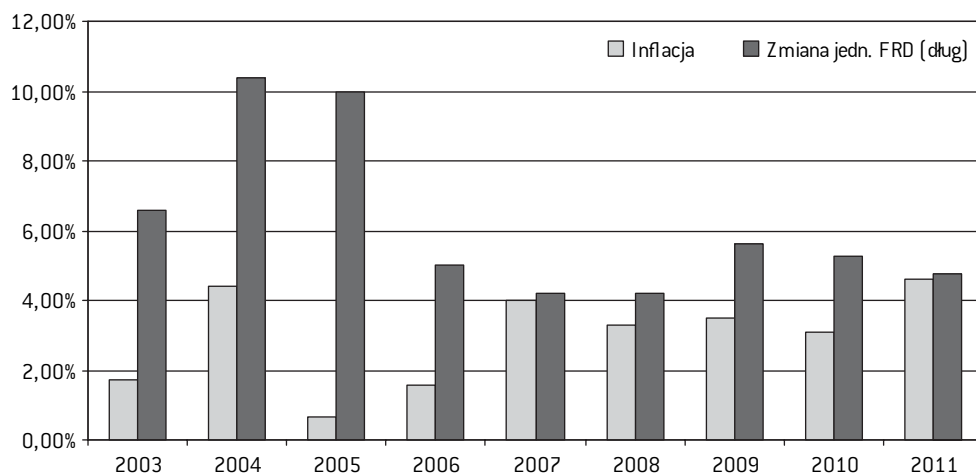
18. Por. art. 64 ust. 1 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych [tekst jedn. Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.].

19. Por. *Fundusz Rezerwy Demograficznej*, op. cit., s. 8.

oraz w depozyty bankowe. Pozwala to na uzyskiwanie przez FRD stóp zwrotu, które pozwalają osiągnąć zakładany cel inwestycyjny w dłuższym horyzoncie czasowym.

Portfel lokacyjny FRD można podzielić na dwie części: dłużną i akcyjną. Zarządzanie częścią dłużną następuje w oparciu o monitoring oczekiwań wysokości bazowych stóp procentowych. Z uwagi na fakt, iż potencjalne stopy zwrotu możliwe do uzyskania na subportfelu papierów skarbowych są z reguły jednocyfrowe, zasadniczym kryterium oceny polityki lokacyjnej staje się ich odniesienie do wskaźnika inflacji w okresie porównawczym. Dane zaprezentowane poniżej wskazują, iż w okresie funkcjonowania FRD uzyskiwano satysfakcjonujące stopy zwrotu z portfela papierów dłużnych w odniesieniu do realnego wskaźnika inflacji. Szczególnie korzystne wyniki uzyskiwano w latach o niskim poziomie inflacji (poniżej 2 proc. – 2003, 2005, 2006), stosunkowo słabsze w latach o wyższym poziomie inflacji, przekraczającym 4 proc., m.in. w 2011 roku. Warto wspomnieć, iż istotne znaczenie dla omawianych wycen instrumentów finansowych ma kształtowanie się polityki stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP²⁰ kształtowała się w latach 2005–2010 w trendzie zniżkowym, w przedziale pomiędzy 6 proc. a 3,5 proc., czemu sprzyjało silne tempo wzrostu PKB oraz wzrost produkcji przemysłowej i eksportu, mimo zjawisk recesywnych w otoczeniu gospodarczym Polski. Lokowanie aktywów w subportfelu dłużnym (bony, obligacje skarbowe) następowało także w zależności od oczekiwań dotyczących kształtowania się rynkowych stóp procentowych.²¹ W okresie od stycznia 2011 roku do maja 2012 roku stopa referencyjna silnie wzrosła (od 3,75 proc. do 4,75 proc.)²², co jest związane z ukształtowaniem się stosunkowo wysokiej inflacji na poziomie powyżej 4 proc. oraz ujawnieniem się symptomów spowolnienia gospodarczego.

Diagram 1: Zmiana wartości jednostki dłużnej części portfela FRD w odniesieniu do wskaźnika inflacji CPI [grudzień/grudzień] w latach: 2003 – 2011 r.



Źródło: Fundusz Rezerwy Demograficznej, Centrala ZUS, Warszawa 2012.

20. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998–2012, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm.

21. Por. *Sprawozdanie z wykonania planu finansowego FRD*, Warszawa 2008, s. 5.

22. Narodowy Bank Polski, *Podstawowe stopy procentowe w latach 1998–2012*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm, data dostępu 05.08.2012 r.

Drugą część portfela Funduszu stanowią aktywa ulokowane w akcjach, które są zarządzane zgodnie z tzw. strategią pasywnego zarządzania. Punkt odniesienia stanowią zmiany w indeksie WIG²³, który obejmuje akcje spółek notowanych na rynku podstawowym. Ma on charakter dochodowy, co oznacza, iż przy wyliczaniu jego wartości uwzględnia się ceny objętych nim akcji, a także dochody z dywidend i praw poboru. Zgodnie z celem wymienionej uprzednio strategii, zarządzający kształtuje portfel w taki sposób, aby wagi dobranych do portfela spółek odzwierciedlały wagi tych spółek w indeksie WIG. Ponadto spółki powinny wykazywać się wysoką płynnością, co oznacza łatwość w ich nabywaniu i zbywaniu. W początkowym okresie funkcjonowania zarządzający osiągnęli zamierzony cel inwestycyjny – zmiana wartości jednostki Funduszu w części akcyjnej wyniosła 40,65 proc., natomiast zmiana wartości indeksu WIG osiągnęła 41,60 proc.²⁴ Obecnie oczekiwania dotyczące zmian wartości jednostki Funduszu są o wiele skromniejsze, co jest związane głównie z przeceną aktywów na rynku akcji, w następstwie kryzysu na rynku kapitałowym. Warto wspomnieć, iż indeks WIG obniżył się z 37 tys. punktów do 29 tysięcy punktów w okresie między grudniem 2010 roku a grudniem 2011 roku.

Zalety realizowanej strategii w budowie i zarządzaniu portfelem akcji upatruje się w minimalizacji ryzyka niesystematycznego oraz jej neutralnym wpływem na rynek. Ryzyko rynkowe minimalizowane jest w procesie etapowego inwestowania, w założonym przedziale czasu, co pozwala także na uzyskanie najniższych kosztów transakcyjnych. Przykładowo, w okresie przed ujawnieniem się kryzysu finansowego, w efekcie prowadzonej polityki lokacyjnej FRD osiągnął stopę zwrotu z aktywów w wysokości 13,5 proc. i czołowe miejsce w rankingach wśród funduszy dłużnych papierów wartościowych w 2006 roku. W trudnym dla rynku kapitałowego 2011 roku Fundusz uzyskał dodatnią stopę zwrotu z lokat w wysokości 1,81 proc., czemu sprzyjała przyjęta strategia lokacyjna. Możliwą poprawę jego wyników inwestycyjnych w przyszłości umożliwi powrót optymizmu na rynki kapitałowe oraz zmiana struktury portfela aktywów.

Analiza kierunków lokowania w latach 2005–2011 wskazuje, iż inwestycje Funduszu spełniały kryterium bezpieczeństwa i rentowności. W okresie dobrej koniunktury giełdowej do 30 proc. jego aktywów zaangażowane było w papiery wartościowe, które oferują potencjalnie wyższe stopy zwrotu aniżeli papiery skarbowe. Specyfika misji FRD powoduje, iż jego polityka lokacyjna jest bardziej konserwatywna aniżeli w przypadku typowych dłużnych funduszy inwestycyjnych. Zarządzający spośród wszystkich wymienionych form funduszy, zgodnie z celami inwestycyjnymi, prowadzą politykę zmierzającą do uzyskiwania najwyższego zwrotu z powierzonego kapitału. W jej efekcie kształtuje się określona struktura aktywów, będąca odzwierciedleniem przyjętej strategii oraz zmiennej sytuacji na rynku kapitałowym. W przypadku FRD strategia lokacyjna jest mniej wyeksponowana na ryzyko, a aktywa słabiej narażone na ryzyko gwałtownej przeceny. Obecna struktura portfela inwestycyjnego jest charakterystyczna dla okresu dekonunktury na rynku kapitałowym, w którym większość aktywów lokuje się w nisko rentownych papierach dłużnych.²⁵ Stanowią one obecnie blisko 83 proc. wartości portfela, 12 proc. środków pieniężnych ulokowano w akcjach, zaś 5% aktywów stanowią depozyty bankowe.

23. Indeks WIG jest obliczany od 16.04.1991 r.

24. *Sprawozdanie z wykonania...*, op. cit., s. 5.

25. R. Milczarski, *FRD liderem*, w: „Z życia ZUS”, nr 2 (134) 2012, s. 4.

3. Przyszłość FRD, doświadczenia zagranicznych funduszy zagranicznych

Funkcjonowanie Funduszu Rezerwy Demograficznej w obecnym kształcie, przy zastosowanej metodzie finansowania oraz łatwości zewnętrznego korzystania z akumulowanych środków pieniężnych, nasuwa szereg pytań i wątpliwości. Poniżej zaprezentowano kilka uwag do zasad funkcjonowania Funduszu oraz sformułowano propozycje zmian, które uwzględniałyby pozytywne doświadczenia związane z funkcjonowaniem podobnych instytucji zagranicznych.

Analizując działalność omawianej instytucji na przestrzeni minionej dekady, można wyodrębnić kilka problemów, które ograniczają jej rozwój i znaczenie. Należą do nich:

1. metoda finansowania,
2. katalog instrumentów finansowych w zarządzaniu aktywami,
3. przyjęty horyzont czasowy dla możliwości korzystania z aktywów Funduszu,
4. usytuowanie i sposób sprawowania nadzoru nad instytucją.

Sposób finansowania FRD, który przez większość czasu swojego funkcjonowania (lata 2002–2008) był zawężony wyłącznie do donacji z odpisu na fundusz emerytalny, stanowił jeden z istotnych czynników, które ograniczyły zaplanowany na starcie reformy emerytalnej rozwój Funduszu. Kolejnym mankamentem wydaje się wąski katalog instrumentów finansowych, z których mogą skorzystać zarządzający w realizacji celu inwestycyjnego, w części dotyczącej rentowności lokat. Czy można wyeliminować te ograniczenia, korzystając także z doświadczeń funkcjonowania podobnych funduszy zagranicznych?

Przegląd funkcjonowania większości tzw. funduszy buforowych, które asekurują bazowe fundusze emerytalne i są monitorowane przez firmy doradcze oraz instytucje międzynarodowe, wskazuje na różnorodność źródeł ich finansowania. W przypadku krajów zasobnych w surowce naturalnym źródłem przychodów tych funduszy są dochody z wydobycia ropy. Należą do nich m.in. Norwegia, kraje Zatoki Perskiej (Oman, Kuwejt, Abu Dhabi), a także Kazachstan i Azerbejdżan.

Tabela 3: Wielkość aktywów i źródła finansowania funduszy rezerwowych w wybranych krajach świata

Wyszczególnienie kraju	Nazwa funduszu	Źródło finansowania	Wielkość aktywów (mld USD)	Uwagi
Norwegia	GPF	dochody z wydobycia ropy naftowej, 1% PKB	560	Transfery nie mogą przekroczyć 4% kapitału rocznie.
Francja	FRR	podatek socjalny 2%	39*	Zasoby do użycia po 2020 r.
Nowa Zelandia	NZSF	dotacja budżetowa 0,75% PKB	16	Zasoby do użycia po 2020 r.
Portugalia	SSFSF	składka pracownicza 2%–4% p.w.	7*	Ma osiągnąć wielkość dwuletnich wypłat świadczeń.
Chiny	NSSF	udział w dochodzie z nadwyżki handlowej	132	93% aktywów zaangażowanych na rynku krajowym
Irlandia	NPSF	dotacja budżetowa 1% PKB	33	Ponad 40% aktywów ulokowane za granicą
Oman	SGRF	dochody z wydobycia ropy naftowej i gazu	8	Utworzony przez rząd w 1980 r.
Singapur	GSIC	dochód z nadwyżki handlowej	153	30% aktywów ulokowanych w Europie, 36% w USA

*dane za OECD, 2006.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Monitor*, Monitor Company Group LP, 2011.

Wydaje się, iż wymienione na wstępie ograniczenia w działalności FRD można byłoby wyeliminować, biorąc pod uwagę doświadczenia zagraniczne. Autor wybrał jako przykład działalność francuskiego funduszu rezerwowego, którego założenie zbiegło się z rozpoczęciem wdrażania polskiej reformy emerytalnej w 1999 roku.

Francuski fundusz rezerwy emerytalnej (FRR)²⁶ został ustanowiony w rezultacie wieloletnich badań i prac analitycznych, w tym pogłębionej prognozy demograficznej, wskazującej na wydłużenie się o 6 lat (do 28 lat) okresu przebywania na emeryturze w 2040 roku. Obliczenia wskazywały na ponad trzykrotny wzrost (z 0,8 proc. PKB do 2,8 proc. PKB) dopłat do systemu emerytalnego w latach 2020–2040.²⁷ Finansowanie FRR dokonywane jest z kilku źródeł, spośród których zasadnicze znaczenie ma solidarnościowy podatek socjalny w wysokości 2 proc. od przychodów kapitałowych (prywatnych i państwowych). Ponadto kierowane są do niego nadwyżki z funduszu ubezpieczenia osób w starszym wieku (FSV) oraz środki pieniężne z prywatyzacji majątku państwowego. Prognozowano, iż tak skonstruowany system zasilania FRR pozwoli na osiągnięcie wielkości aktywów na poziomie 210 mld euro w 2020 roku.²⁸ Sprzyjać temu mają doświadczenia wyniesione z kryzysu finansowego, które doprowadziły do zmian w polityce lokacyjnej²⁹ i przebudowy jego portfela aktywów. Stał się on bardziej zrównoważony, a poszczególne klasy instrumentów finansowych są w nim reprezentowane w proporcjach: akcje (na regulowanych rynkach) – do 45 proc. wartości aktywów, obligacje o stałej stopie oprocentowania – do 25 proc., o stopie zmiennej – do 20 proc. Dopuszczone jest lokowanie na rynku nieruchomości – nie więcej jednak aniżeli 5% aktywów funduszu.³⁰ Na podstawie przeprowadzonych analiz FRR prognozuje, iż strategia lokacyjna uwzględniająca zmienioną rekomendację dotyczącą budowy portfela przyniesie w kolejnych latach stopę zwrotu z aktywów na poziomie 6,3 proc. Klasy instrumentów finansowych, które zostały zarekomendowane w efekcie zmian w polityce lokacyjnej, dają większe możliwości innym zarządzającym aniżeli w przypadku FRD, oferują także potencjalnie wyższe stopy zwrotu.

Warto wspomnieć, iż stworzenie podstawy do nowej konstrukcji portfela lokat nie ogranicza zarządzających FRR w wybieraniu kierunków inwestowania poza ważnym zastrzeżeniem, że muszą one dotyczyć projektów społecznie odpowiedzialnych. W Funduszu istnieje szczególnie komitet inwestycyjny, którego zadaniem jest identyfikacja firm, które nie stosują zasad tzw. UN Global Compact. Dotyczą one ochrony praw człowieka, środowiska naturalnego, walki z korupcją oraz warunków pracy.³¹ Fundusz honoruje ponadto zasady ustanowione przez Międzynarodową Organizację Pracy i jest sygnatariuszem Zasad Odpowiedzialnego Inwestowania³².

26. W. Baue, *French Pension Reserve Fund Commits 6000 Million Euros to Socially Responsible Investment*, Sustainable Pittsburgh, 15.07.2005, s. 1–2.

27. Ch. Newlands, *The French state pension reserve continues to thrive, and potentially disruptive stock market correction of last year*, EPN European Pensions and Investment News, 12.07.2007, s. 1.

28. Ibidem, s. 1. Przy założeniu corocznych wpłat na poziomie ok. 6,1 mld euro i realizacji różnicowanych stóp zwrotu.

29. *General investment policy guidelines*, FRR, Paris 2009, s. 4.

30. Ibidem, s. 2.

31. H. Whellan, *France's FRR plots SRI review for all asset classes*, Responsible Investor, 15.04.2008, s. 1.

32. Są one opracowane przez ONZ (UN Principles on Responsible Investment). Opis Zasad Odpowiedzialnego Inwestowania dostępny jest na stronie <http://www.unpri.org/principles/>.

Organy kierujące FRR są wydzielone i posiadają mandat profesjonalny oraz społeczno-polityczny. Metoda doboru członków władz mogłaby zapewne stanowić inspirację w projektowaniu zmian w funkcjonowaniu FRD. W skład zarządu powoływani są w szczególności specjaliści od zarządzania aktywami. Rada nadzorcza jest wybierana spośród przedstawicieli parlamentu oraz partnerów społecznych, którzy zajmują się problematyką rynku pracy. Organ nadzorczy posiada istotne kompetencje kontrolne, a nie jedynie formalne, związane z zatwierdzaniem planów bądź wyborem audytora. W polskich warunkach fundusz rezerwowy nie jest wydzielony, a jego zarządzanie powierzone zostało administratorowi systemu emerytalnego, którym jest Zakład Ubezpieczeń Społecznych.

W okresie projektowania działalności FRR ustalono, iż jego aktywa nie zostaną naruszone do 2020 roku. Uznano, że 30-letni okres gromadzenia aktywów Funduszu jest odpowiedni dla stworzenia dostatecznego zasobu kapitałowego. Zasada ta nie została naruszona, mimo kryzysu finansowego oraz zmieniających się rządów. W efekcie FRR stał się jednym z bardziej zasobnych funduszy europejskich i stanowić będzie w przyszłości realne zabezpieczenie bazowego systemu emerytalnego we Francji.

Podsumowanie

Analiza przepływów finansowych FRD w latach 2002–2011 wskazuje, iż wobec potrzeby stałego, bieżącego dofinansowywania systemu emerytalnego, poziom aktywów w najbliższych latach będzie wzrastał w sposób ograniczony. Ich planowana wielkość w końcu 2012 roku ma wynieść 17 mld zł, uwzględniając fakt, iż w 2011 roku na zasilenie niedoboru funduszu emerytalnego w FUS przeznaczono 4 mld zł³³, a w roku bieżącym zostanie wydatkowane kolejne 2,7 mld zł.³⁴ Aktywne wykorzystanie środków FRD powoduje nikłą możliwość zbudowania odpowiedniej bazy kapitałowej z uwagi na znaczący poziom corocznego dofinansowania funduszu emerytalnego. Procesy prywatyzacyjne mają zmienną dynamikę przychodową, a ich największe nasilenie miało miejsce zapewne w minionej dekadzie i nie należy spodziewać się przełomu w zakresie wielkości finansowania z tego źródła. FRD wydaje się stanowić przykład instytucji, której rozwojowi przeszkodziły niekonsekwencje i zaniechania poczynione w początkowym okresie wdrażania reformy emerytalnej. W przypadku możliwego wieloletniego spowolnienia gospodarczego, trudności w kontynuacji ograniczania i likwidacji przywilejów emerytalnych, a w efekcie zapewnieniu płynności funduszu emerytalnego, nie należy wykluczyć zniesienia Funduszu Rezerwy Demograficznej na skutek wyczerpania się jego zasobów. Scenariusz pozytywny, który tworzyłby możliwości jego rozwoju, mógłby m.in. oznaczać skorzystanie z doświadczenia funkcjonowania podobnych funduszy za granicą, czego dobrym przykładem wydaje się francuski fundusz rezerwy emerytalnej.

33. Por. art. 112 ust. 1 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jedn. Dz. U. z 2007 r. Nr 11, poz. 74 z późn. zm.). „Uruchomienie środków FRD może nastąpić nie wcześniej niż w 2009 roku.”

34. *Fundusz Rezerwy Demograficznej*, ZUS Warszawa 2012, s. 26.

Wykaz źródeł:

1. Auleytner J., *Polityka społeczna czyli ujarzianie chaosu socjalnego*, WSP-TWP Warszawa 2002.
2. Baue W., *French Pension Reserve Fund Commits 6000 Million Euros to Socially Responsible Investment*, Sustainable Pittsburgh, 15.07.2005.
3. *Fundusz Rezerwy Demograficznej*, ZUS Warszawa 2012.
4. *General investment policy guidelines*, FRR, Paris 2009.
5. National Pensions Reserve Fund, *Annual Report and Financial Statements 2008*, Dublin 2009.
6. Newlands Ch., *The French state pension reserve continues to thrive, and potentially disruptive stock market correction of last year*, EPN European Pensions and Investment News, 12.07.2007.
7. *Scheme Reserve Funds: Helping sustain PAYG Pensions*, Survey Report, ISSA 2007.
8. *Sprawozdanie z wykonania planu finansowego FRD*, Warszawa 2008.
9. Szumlicz T., *Oszczędzaj na emeryturę*, PIU, Warszawa 2009.
10. Yermo J., *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No 15 2008.
11. Wheelan H., *France's FRR ups vigilance, on tax haven risk for investments, highlights green real estate*, Responsible Investor, 17.06.2009.

Demographic Reserve Fund – ten years of operation.

Attempt at assessment and recommendations

Poland, similarly to a number of countries which are OECD members, has established a special institution whose task is to secure financial stability of pension fund payments in the base system. Demographic Reserve Fund (FRD) started its operation in 2002, and at the end of 2012 its assets amount to nearly PLN 17 billion. The study is an attempt at analysing the previous period of Fund's investment activity and its influence on the value of assets from the individual sources of financing, including funds from privatisation of Treasury's property. The author presents examples of operation of foreign reserve funds, with particular attention paid to French FRR. It is a valuable reference point for the recommended changes in FRD's operation and organisation.

DR WOJCIECH NAGEL – kierownik Zakładu Socjologii Organizacji i Instytucji na Uniwersytecie w Białymstoku.