

Sovereign Portfolio Management Agency jako instytucja zarządzająca państwowymi portfelami finansowymi*

Sovereign Portfolio Management Agency as the Sovereign Financial Portfolio Management Institution

*Kamilla Marchewka-Bartkowiak***

pierwsza wersja: 26 sierpnia 2008 r., ostateczna wersja: 23 października 2008 r., akceptacja: 28 listopada 2008 r.

Streszczenie

W artykule zaprezentowano analizę instytucjonalnych podstaw zarządzania 65 państwowymi portfelami finansowymi: zadłużenia władz centralnych, państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych, państwowych funduszy inwestycyjnych. Badanie dotyczy 29 wybranych krajów OECD oraz spoza OECD. W pierwszej części artykułu autorka definiuje te portfele, przedstawia ich klasyfikację, znaczenie oraz zakres zastosowania w badanych państwach. W drugiej części zaprezentowano istotę Sovereign Portfolio Management Agency, jako autonomicznej instytucji publicznej zarządzającej powyższymi portfelami oraz zbadano zakres jej wykorzystania w wyznaczonej grupie krajów. Artykuł kończy się podsumowaniem oraz wnioskami z dokonanej analizy porównawczej.

Słowa kluczowe: państwowe portfele finansowe, zadłużenie władz centralnych, państwowe rezerwowe fundusze emerytalne, państwowe fundusze inwestycyjne, agencja państwowa

Abstract

The paper analyses institutional arrangements of the 65th sovereign financial portfolios in the selected countries: sovereign debt portfolio (SD), sovereign pension reserve fund (SPRF) portfolio and sovereign wealth management fund portfolio (SWF). The first section presents definitions, classifications and trends in setting up of sovereign financial portfolios in the 29th countries. The second section defines the agency model of sovereign portfolio management and analyses the arrangements of management entities in the selected countries. The last section presents the summary and conclusions from the comparative study.

Keywords: sovereign financial portfolio, sovereign debt, sovereign pension reserve funds, sovereign wealth management funds, public agency

JEL: E58, G18, G23, G28, H63, H83

* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego habilitacyjnego Nr NN 113 051535 realizowanego ze środków Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

** Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej; e-mail: kamilla.bartkowiak@ue.poznan.pl

1. Wstęp

W ostatnich dwóch dziesięcioleciach w gospodarkach wielu krajów na świecie obserwuje się intensywny proces akumulacji publicznych zasobów finansowych, obejmujących zarówno zobowiązania, jak i aktywa finansowe państwa.

Punktem wyjścia do przeprowadzenia analizy jest zdefiniowanie tzw. państwowych portfeli finansowych (*sovereign financial portfolio*), które mogą być wyodrębniane w ramach trzech podstawowych obszarów polityki finansowej kraju, tj. budżetu państwa, państwowych ubezpieczeń społecznych oraz rezerw walutowych. Najczęściej są to największe pod względem wartości portfele finansowe w państwie i wymagają odpowiedniego zarządzania na rynku finansowym zgodnie z ustalonymi regułami bezpieczeństwa. Nadrzędnym celem zarządzania państwowymi portfelami finansowymi jest bowiem zapewnienie makroekonomicznej stabilizacji finansowej kraju.

Współcześnie coraz większego znaczenia nabiera efektywność zarządzania państwowymi portfelami finansowymi, rozumiana głównie jako dążenie do osiągnięcia celu strategii ich zarządzania w postaci minimalizacji kosztów (portfele zadłużenia) lub maksymalizacji stopy zwrotu (portfele aktywów funduszy). Jednocześnie kładzie się nacisk na ograniczenie nie tylko ryzyka rynkowego, lecz także ryzyka fiskalnego. W związku z tym w wielu krajach nastąpiły zmiany sposobu zarządzania szeroko rozumianymi aktywami i pasywami finansowymi państwa – wyodrębnia się poszczególne kategorie portfeli finansowych i powołuje instytucje odpowiedzialne za zarządzanie nimi.

Podstawowym celem niniejszego artykułu jest wskazanie zakresu zastosowania tzw. Sovereign Portfolio Management Agency – wyspecjalizowanego autonomicznego podmiotu publicznego zarządzającego

państwowymi portfelami finansowymi. Przeprowadzona analiza będzie dotyczyć 29 państw (z OECD oraz spoza OECD). Celami pośrednimi badania będą zatem:

- przedstawienie istoty analizowanych państwowych portfeli finansowych: zadłużenia władz centralnych, państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych, państwowych funduszy inwestycyjnych,
- określenie znaczenia oraz zakresu wykorzystania poszczególnych rodzajów państwowych portfeli finansowych w wybranej grupie krajów,
- zbadanie rozwiązań instytucjonalnych wykorzystywanych w zarządzaniu powyższymi portfelami.

Osiągnięciu powyższych celów została podporządkowana struktura artykułu.

W pierwszej części artykułu autorka definiuje państwowe portfele finansowe oraz przedstawia ich klasyfikację i zastosowanie w wyodrębnionej grupie państw. Druga część opracowania obejmuje z kolei analizę istoty Sovereign Portfolio Management Agency i roli, jaką te instytucje odgrywają w wybranych krajach. Artykuł kończy się podsumowaniem oraz wnioskami z dokonanej analizy porównawczej.

2. Istota państwowych portfeli finansowych

Genezy tworzenia państwowych portfeli finansowych należy szukać przede wszystkim w rozważanej w teorii portfelowej i stosowanej w różnym zakresie w praktyce koncepcji zarządzania aktywami i pasywami finansowymi państwa (*sovereign assets and liabilities management*). W ujęciu bilansowym koncepcję tę prezentuje tabela 1.

Zgodnie z powyższą koncepcją konsolidacja procesu zarządzania zarówno aktywami, jak i pasywami finansowymi państwa ma na celu zwiększenie bezpieczeństwa finansowego kraju, a w szczególności mi-

Tabela 1. Szerokie ujęcie bilansu państwa*

Aktywa finansowe	Pasywa finansowe
• Wpływy podatkowe (przyszła wartość NPV) • Inne należności finansowe • Wartość aktywów rzeczowych (majątku Skarbu Państwa) • Krajowe aktywa funduszy państwowych (głównie SPRF) • Zagraniczne aktywa funduszy państwowych (głównie SWF) • Rezerwy walutowe banku centralnego (głównie portfel płynnościowy)	• Wydatki budżetowe (przyszła wartość NPV) • Zobowiązania bezpośrednie <i>explicit</i> (głównie dług krajowy i zagraniczny – SD) • Zobowiązania potencjalne <i>explicit</i> (głównie z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji rządowych – SD) • Zobowiązania bezpośrednie <i>implicit</i> (głównie przyszła wartość wydatków emerytalnych) • Inne zobowiązania finansowe • Baza monetarna

* Zastosowane w tabeli skróty SD, SPRF oraz SWF zostaną wyjaśnione w tekście.

nimalizację ryzyka bezpośredniego finansowania z budżetu państwa skutków nierównowagi finansowej kraju. Dotychczas najczęściej stosowano w praktyce koordynację zarządzania rezerwami walutowymi i długiem zagranicznym¹. Współcześnie wskazuje się jednak na konieczność szerszego ujęcia pozycji bilansu państwa wykorzystywanych w prezentowanej koncepcji, w związku z procesem starzenia się społeczeństw i w rezultacie możliwością wystąpienia kryzysu finansowego. Coraz większe znaczenia ma zatem koordynacja w zakresie wyróżnionych w tabeli 1 pozycji, które w niniejszym artykule definiowane są jako państwowe portfele finansowe. Koordynacja ta ogólnie polega z jednej strony na dążeniu do ograniczania zadłużenia, pośrednio dzięki dużej efektywności zarządzania portfelami funduszy i wypracowaniu stosownych zysków, z drugiej zaś na minimalizowaniu wydatków na obsługę długu (wskutek zarządzania portfelem długu) w celu powiększania nadwyżek, mogących dodatkowo zasilać aktywa funduszy państwowych.

Według międzynarodowych standardów rachunków narodowych (European System of Accounts 1995; System of National Accounts 1993) definicja długu publicznego dotyczy skonsolidowanego zadłużenia brutto sektora finansów publicznych. Wskaźnik zadłużenia państwa obejmuje więc wartość nominalną długu zaciągniętego w ramach finansowania potrzeb pożyczkowych rządu (władz centralnych) oraz finansowania budżetów innych podmiotów zaliczanych do sektora publicznego. Dług brutto oznacza z kolei, że wskaźnik nie został pomniejszony o wartość należności finansowych budżetu. Dług publiczny obejmuje tzw. dług konwencjonalny, wynikający z kredytów i skarbowych papierów wartościowych, których wartość ujmowana jest w bilansie budżetu w momencie ich zaciągania czy emisji. W tej kategorii najczęściej stosuje się podział na zadłużenie krajowe i zagraniczne. W ostatnich latach w statystykach krajowych i międzynarodowych² oraz sprawozdawczości budżetowej coraz częściej pojawia się jednak pozycja tzw. długu potencjalnego (*explicit contingent liabilities*), wynikającego z gwarancji państwowych udzielonych przez rząd lub inne podmioty sektora publicznego. Dług potencjalny jest rodzajem zobowiązania pozabilansowego, które w bilansie ujmowane jest nie w momencie jego zaciągania, ale ewentualnej spłaty. Wielu autorów postuluje zatem, aby w kompleksowej ocenie zakresu zobowiązań państwa oraz stopnia zrównoważenia budżetu państwa uwzględnić szerokie ujęcie problematyki długu³.

W związku z powyższym na potrzeby dalszej analizy **portfel zadłużenia władz centralnych (sovereign debt – SD)** będzie obejmować kategorię długu konwencjonalnego liczoną w ujęciu brutto, która zostanie po-

szerzona o pozycję długu potencjalnego (w ramach badania rozwiązań instytucjonalnych).

Pojęcia dwóch kolejnych państwowych portfeli finansowych, czyli państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych oraz państwowych funduszy inwestycyjnych, w literaturze tematu nie są traktowane jednoznacznie. Podstawowa różnica polega na klasyfikacji powyższych funduszy ze względu na deklarowany przez władze cel ich powoływania i sposób zarządzania nimi.

Zgodnie z definicją przyjętą w opracowaniach OECD **państwowe rezerwowe fundusze emerytalne (sovereign pension reserve funds – SPRF)** zaliczane są do grupy tzw. publicznych funduszy rezerw ubezpieczeniowych (*public pension reserve funds*), które ogólnie można określić jako fundusze utworzone przez rząd lub państwową instytucję ubezpieczeń społecznych w celu wsparcia finansowania ubezpieczeniowego systemu repartycyjnego (PAYG – *pay as you go system*). Ze względu na podmiot założycielski wyróżnia się dwie kategorie publicznych funduszy rezerw ubezpieczeniowych (Blundell-Wignall et al. 2008, s. 5).

Pierwszą stanowią właśnie SPRF jako wydzielony, niezależnie od systemu ubezpieczeniowego, fundusz celowy finansowany przede wszystkim z budżetu państwa (nadwyżek budżetowych, sprzedaży majątku państwowego lub wydzielonej części dochodów podatkowych) lub dodatkowo uzupełniany ze składek ubezpieczeniowych. Głównym celem tworzenia SPRF przez władze centralne jest długoterminowa ochrona systemu emerytalnego i jednoczesne wsparcie stabilności budżetu państwa, głównie z uwzględnieniem przemian demograficznych charakterystycznych dla danego kraju. Z tego względu SPRF traktowane są najczęściej jako tzw. *demographic reserve funds* (Oxera 2007, s. 4).

Drugi rodzaj funduszy, nazywanych socjalnymi (**social security reserve funds – SSRF**) tworzony jest przez państwową instytucję ubezpieczeniową, która w ten sposób gromadzi niewykorzystane nadwyżki finansowe z wolumenu uzyskanych w danym okresie składek ubezpieczeniowych płaconych w ramach pierwszego filaru obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych. Ten rodzaj funduszy ma charakter uzupełniający, a w szczególnych przypadkach może być dofinansowywany z innych źródeł, również budżetowych.

Z kolei według Sovereign Wealth Fund Institute⁴ **państwowe fundusze inwestycyjne** (inaczej majątkowe – *sovereign wealth funds – SWF*) to fundusze obejmujące aktywa walutowe, które ze względu na źródło finansowania dzieli się na *commodity funds* – środki uzyskiwane z eksportu towarów i surowców państwowych oraz *non-commodity funds*: wydzielona część rezerw walutowych banku centralnego⁵. Międzynarodowy Fun-

¹ Więcej na ten temat m.in. w: Cassard, Folkerts-Landau (2000).

² Zob. między innymi: Eurostat, *Structure of government debt*, edycja po 2006 r.

³ Analiza poglądów na ten temat zawarta jest w pracy: Marchewka-Bartkowiak (2007).

⁴ www.swfinstitute.org

⁵ Rozważania na temat prac nad statystyczną klasyfikacją państwowych funduszy inwestycyjnych zawarto między innymi w: IMF (2007, s. 46).

dusz Walutowy wyróżnia pięć podstawowych rodzajów SWF ze względu na cel ich tworzenia (IMF 2008, s. 5):

- *stabilization funds* – chroniące budżet państwa oraz gospodarkę przed szokiem cenowym (głównie cen ropy naftowej),
- *savings funds* – chroniące przyszłe pokolenia oraz długoterminowe cele stabilizacyjne,
- *reserve investment corporations* – zwiększające dochód z istniejących już krajowych aktywów rezerwowych,
- *development funds* – finansujące projekty służące rozwojowi i promocji wzrostu potencjału gospodarczego kraju,
- *contingent pension reserve funds* – zabezpieczający budżet państwa przed konsekwencjami gwałtownego wzrostu zobowiązań potencjalnych (*implicit*) wynikających z niewydolności systemu emerytalnego.

Jak wynika z zaprezentowanych pojęć, SPRF oraz SWFs są tworzone w podobnym celu: długoterminowego wsparcia bezpieczeństwa budżetu państwa i całego systemu finansowego kraju. W obu przypadkach fundusze te powinny być zatem powoływane bezpośrednio przez władze centralne.

Z drugiej strony zwraca się uwagę na różnice między tymi funduszami. Najważniejsze z tych różnic to:

- bardziej restrykcyjne zasady inwestowania w przypadku SPRF (przede wszystkim w instrumenty rynku krajowego), ze wskazaniem terminu wykorzystania środków funduszu⁶,
- zdecydowanie większe zróżnicowanie celów przeznaczenia zakumulowanych środków w SWF,
- inwestowanie przez SWF głównie lub wyłącznie za granicą, w różnorodne aktywa finansowe i rzeczowe,
- możliwość dodatkowego zasilania SPRF z portfela emerytalnego instytucji ubezpieczeniowej; SWF mogą być tworzone z części rezerw walutowych banku centralnego.

Reasumując zatem, podstawowymi wspólnymi cechami wszystkich trzech wyróżnionych wyżej państwowych portfeli finansowych są:

- długoterminowa strategia zarządzania (głównie na rynku papierów wartościowych),
- cel tworzenia portfela: przede wszystkim wsparcie stabilności finansowej państwa,
- bezpośrednie lub pośrednie powiązanie z ograniczaniem ryzyka fiskalnego, związanego w szczególności z procesem starzenia się społeczeństw.

Proces tworzenia trzech badanych rodzajów państwowych portfeli finansowych zilustrowano na schemacie 1.

3. Znaczenie państwowych portfeli finansowych

Znaczenie państwowych portfeli finansowych od początku XXI w. systematycznie rośnie. Jak wynika z międzynarodowych badań, z roku na rok nie tylko powiększa się liczba wyodrębnianych portfeli, ale także zmieniają się wolumen i sposób zarządzania zobowiązaniami władz centralnych oraz wydzielonymi aktywami funduszy państwowych. Zwiększa się także znaczenie koordynacji zarządzania ryzykiem między wyodrębnionymi pozycjami aktywów i pasywów finansowych państwa⁷.

W odniesieniu do **portfeli zadłużenia** coraz częściej priorytetem zarządzania staje się wymiennosc (*trade off*) celu: minimalizacja kosztów obsługi długu lub minimalizacja ryzyka płynności i niewypłacalności budżetu państwa (tzw. podejście bilansowe – *balance sheet approach*) przy stabilizowaniu kosztów w długim okresie. Realizacja celu następuje w wyniku koordynacji zarządzania długiem z innymi wielkościami budżetu państwa (wpływami podatkowymi, należnościami finansowymi, wyodrębnionymi funduszami celowymi), pozycjami pozabilansowymi rządu (instrumentami wchodzącymi w skład długu potencjalnego) czy bilansu banku centralnego (rezerwami walutowymi). Powyższe zmiany rekomendowane są w wytycznych publikowanych m.in. przez MFW oraz Bank Światowy (IMF, The World Bank 2003).

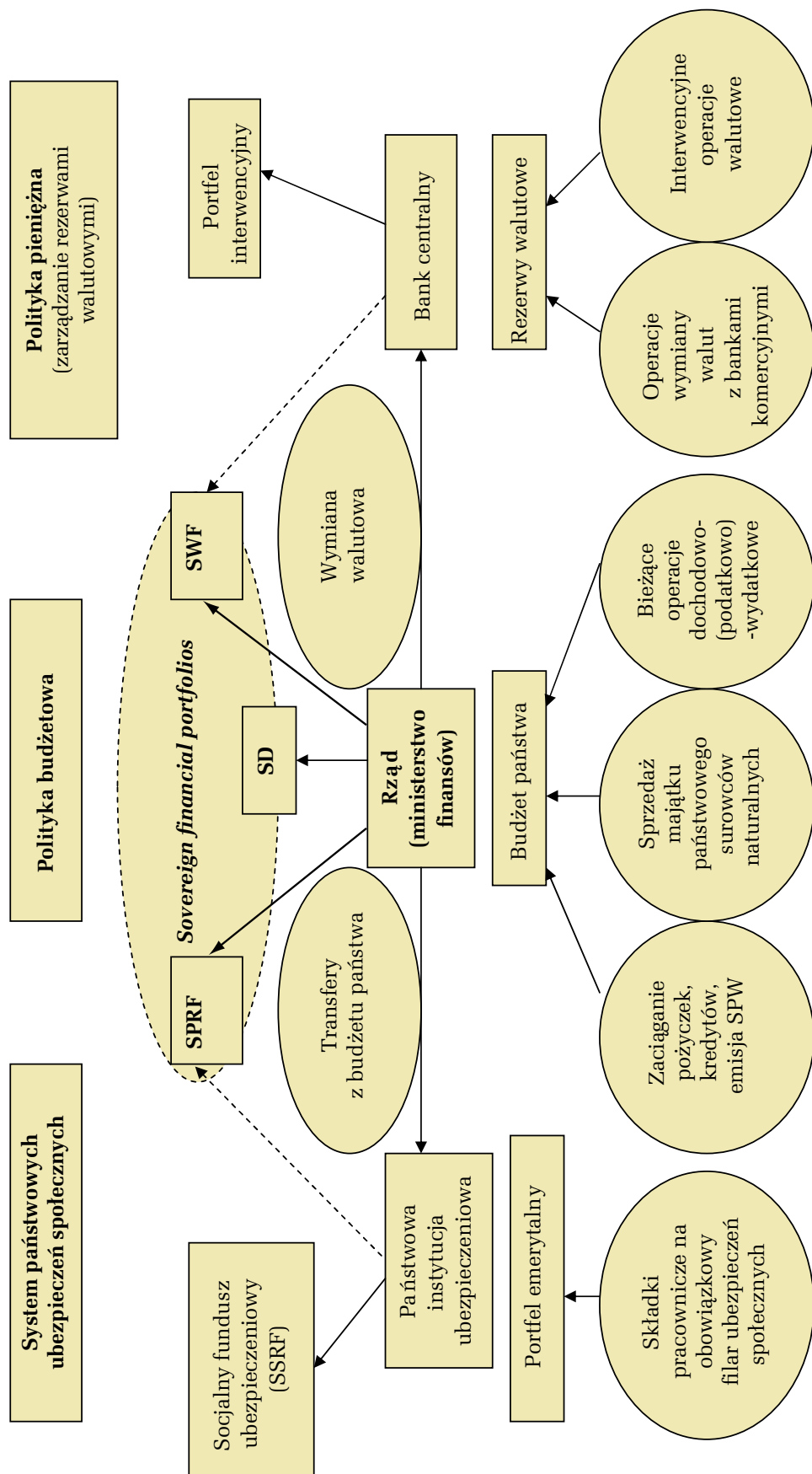
Nową postulowaną metodą zarządzania zadłużeniem jest także zwiększanie podaży skarbowych papierów wartościowych emitowanych powyżej potrzeb pożyczkowych rządu (Buiter 2007). Celem takich działań ma być przede wszystkim dostarczenie na rynek instrumentów długoterminowych (tzw. *ultra-long bonds*) oraz indeksowanych (tzw. *longevity* lub *mortality bonds*). Umożliwiłyby one z jednej strony zaspokojenie popytu instytucji długoterminowego inwestowania, z drugiej zaś strony wprowadzenie instrumentu bazowego (*benchmark security*) wspierającego lub inicjującego rozwój segmentu tego rodzaju instrumentów emitowanych przez sektor prywatny (Antolin, Blommestein 2007). Pozyskane tą drogą dodatkowe środki budżetowe wymagałyby w dalszej kolejności odpowiednich operacji inwestycyjnych.

Problem ochrony systemu emerytalnego, a tym samym ograniczenie ryzyka z tego tytułu dla budżetu państwa stały się także przyczyną zintensyfikowania działań wielu rządów i publicznych instytucji ubezpieczeń społecznych w celu wyodrębniania funduszy realizujących ten cel. Wiąże się to nie tylko z rosnącym ryzykiem niekorzystnych zmian demograficznych, lecz także z nowymi możliwościami (źródłami) gromadzenia większej ilości aktywów, jak wzrastające wpływy ze składek emerytalnych, wzrost rezerw walutowych, zwiększenie dochodów (nadwyżek) budżetowych ze sprzedaży państwowych surowców naturalnych, majątku państwowego.

⁶ Akty prawne powołujące do życia SPRF w wielu krajach określają często termin, po którym możliwe jest wykorzystanie zakumulowanych aktywów. Przykładowo w Nowej Zelandii celem zarządzania SPRF jest osiągnięcie odpowiedniej wielkości portfela w latach 2035–2037; w Irlandii okresem granicznym jest 2025 r., z kolei w Australii, Francji, Holandii jest to 2020 r.

⁷ Więcej na ten temat w: Williams (2006) oraz Johnson-Calari, Rietveld (2007).

Schemat 1. Ogólny schemat tworzenia państwowych portfeli finansowych



Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone w ostatnich latach badania wskazują, że większość **państwowych portfeli inwestycyjnych i emerytalnych o charakterze rezerwowym** powstała w latach 90. XX w. oraz w XXI w. Do głównych przesłanek tworzenia lub reorganizacji (zmian podstaw prawnych, instytucjonalnych, operacyjnych) tego rodzaju funduszy należy zaliczyć:

- Intensywny wzrost wartości powyższych funduszy. Szacunki OECD wskazują, że w przypadku SPRF łączny wolumen największych funduszy na świecie wyniósł na przełomie 2006 i 2007 ponad 4,4 bln USD (Blundell-Wignall et al. 2008). Komisja Europejska i MFW w tym samym okresie szacowały wartość SWF na poziomie 1,5–2,9 bln USD z tendencją do dalszego wzrostu, nawet do 12 bln USD w latach 2012–2015 (EC 2008; IMF 2007, s. 45).

- Zmiany strategii zarządzania powyższymi funduszami i konieczność wypracowania zasad długoterminowego podejmowania decyzji operacyjnych i zarządzania ryzykiem opartych na wieloletnich prognozach sytuacji demograficznej i rynkowej. Strategie inwestycyjne zarówno w przypadku SPRF (ISSA 2007, s. 12–15), jak i SWF (Kern 2007, s. 6–7) obecnie opierają się bowiem na silnej dywersyfikacji aktywów – od gotówki, obligacji (głównie skarbowych⁸), depozytów oraz akcji w walucie krajowej i obcej, aż po aktywa rzeczowe oraz instrumenty pochodne. Bardziej rygorystyczne ograniczenia inwestycyjne stosuje się w przypadku SPRF.

- Zwiększenie (na szczeblu krajowym lub międzynarodowym) wymogów przejrzystości operacyjnej, instytucjonalnej, a także informacyjnej oraz poprawa efektywności nadzoru. Problem ten dotyczy w szczególności państwowych funduszy inwestycyjnych. Z tego względu standardem stają się opracowywane w ostatnich latach rekomendacje⁹, rankingi¹⁰ oraz szerokie badania porównawcze¹¹ międzynarodowych organizacji, wskazujące najlepsze praktyki nadzoru oraz zarządzania w odniesieniu do SPRF oraz SWF. Jednym z ostatnich tego typu dokumentów jest opublikowany przez MFW raport *Sovereign Wealth Funds – a work agenda* z 2008 r.

4. Państwowe portfele finansowe – analiza wybranych państw

Na podstawie dokonanej powyżej klasyfikacji państwowych portfeli finansowych zostanie przeprowadzona analiza ich zastosowania, obejmująca grupę 29 państw, w których skład wchodzi 17 państw członkowskich

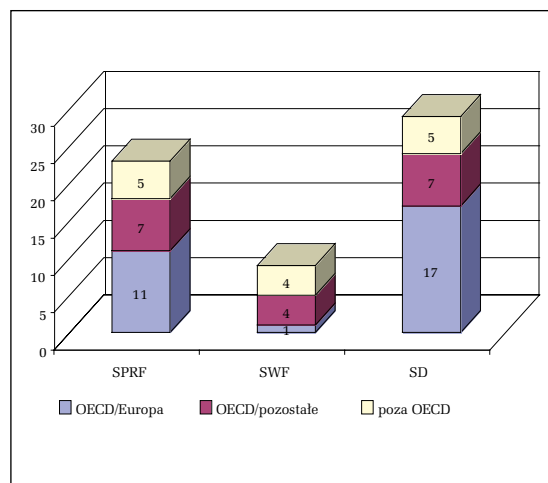
OECD z Europy, 7 krajów OECD reprezentujących inne regiony świata oraz 5 państw spoza OECD. W tej grupie znalazły się kraje europejskie o rozwiniętej gospodarce rynkowej (głównie z tzw. starej UE) oraz wybrane państwa mające co najmniej dwa państwowe portfele finansowe. W całej grupie badanych krajów łączna liczba państwowych portfeli finansowych wyniosła 65. Szczegółową charakterystykę państwowych portfeli finansowych w poszczególnych państwach zawiera aneks (tabele 3, 4, 5).

Jak wynika z wykresu 1, wszystkie badane kraje mają państwowe portfele zadłużenia (SD). Drugą kategorią portfeli najczęściej tworzonych w analizowanej grupie krajów są państwowe rezerwy fundusze emerytalne (SPRF), których nie utworzyło jedynie sześć państw. Najmniejszą grupę stanowią z kolei państwowe fundusze inwestycyjne (SWF), które powołało dziewięć krajów, głównie pozaeuropejskich, niewchodzących w skład OECD.

W podziale na regiony łącznie 17 państw OECD z Europy ma portfele SD, 11 krajów portfele SPRF (z wyjątkiem Austrii, Grecji, Islandii, Niemiec, Wielkiej Brytanii i Włoch), a tylko jeden kraj (Norwegia) ma portfel SWF. Z kolei wśród pozaeuropejskich państw OECD (Australia, Japonia, Kanada, Korea, Nowa Zelandia, Meksyk, USA) wszystkie mają zarówno portfele zadłużenia, jak i emerytalne o charakterze rezerwowym. W czterech państwach dodatkowo utworzono państwowe fundusze inwestycyjne.

W przypadku wybranej grupy spoza OECD (Arabia Saudyjska, Chile, Chiny, Rosja, Tajlandia) wszystkie państwa z wyjątkiem Tajlandii mają trzy wyodrębnione państwowe portfele finansowe. Tajlandia przygotowuje się na utworzenie państwowego funduszu inwestycyjnego w 2008 r.¹²

Wykres 1. Liczba państw z badanej grupy mających państwowe portfele finansowe



Źródło: opracowanie własne.

⁸ Zasady inwestowania przez SPRF oraz SWF w obligacje skarbowe są zróżnicowane w zależności od kraju i dotyczą przede wszystkim zastosowania limitów inwestycyjnych. Na przykład środki irlandzkiego SPRF nie mogą być inwestowane w krajowe obligacje skarbowe, z kolei szwedzkie SPRF są zobowiązane do lokowania 30% środków w obligacje skarbowe.

⁹ M.in. (OECD 2002a) lub ISSA (2005).

¹⁰ Np. Peterson Institute for International Economics (2007).

¹¹ Patrz m.in. Yermo (2008).

¹² Na podstawie SWF Institute.

Pod względem wartości dominują portfele zadłużenia. Łączny wolumen zobowiązań w badanych krajach ponadtrzykrotnie przewyższa całkowitą wartość dwóch pozostałych analizowanych portfeli aktywów (tabela 2). Największe portfele długu mają kraje OECD spoza Europy, przede wszystkim Japonia oraz USA. W tej kategorii drugie miejsce zajmują państwa europejskie, głównie Włochy, Niemcy i Francja. Relatywnie najmniejszą wartość mają portfele zadłużenia tworzone w państwach niebędących członkami OECD.

Charakterystyka państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych pod względem wartości jest także bardzo zróżnicowana. Największe portfele, liczone w bilionach dolarów, mają Stany Zjednoczone i Japonia. Drugą grupę stanowią kraje z portfelami powyżej 100 mld USD: Norwegia, Szwecja, Kanada, Korea i Rosja. Najmniejsze fundusze występują najczęściej w państwach europejskich, głównie w Danii i Polsce. Należy jednak zaznaczyć, że Polska jest jednym z nielicznych państw Europy Środkowo-Wschodniej, w którym utworzono tego rodzaju fundusz jako element kompleksowej reformy emerytalnej przeprowadzonej pod koniec lat 90. XX w.

W ramach ostatniego analizowanego rodzaju portfeli SWF pod względem ich wartości zdecydowanie dominują państwa spoza OECD. Największy portfel ma

Arabia Saudyjska – o wartości ponad 3 bln USD, następnie są Chiny i Rosja. Należy jednak zaznaczyć, że każde z tych państw powołało zazwyczaj więcej niż jeden państwowy fundusz inwestycyjny. W Europie jedynym krajem, który już w połowie lat 80. XX w. formalnie ustanowił SWF, jest Norwegia.

W przypadku krajów strefy euro należy zwrócić uwagę, że po przystąpieniu do UGW część ich rezerw walutowych przekształciła się w portfel rezerw waluty krajowej (euro), co wymusiło zmianę zasad zarządzania. Wejście do Eurosystemu (ale także do UE) powoduje, że narodowe banki centralne (NBC) zobowiązane są do przekazania określonego wkładu do puli rezerw walutowych Europejskiego Banku Centralnego. Od 2006 r. NBC mogą przejmować zarządzanie wyznaczonymi, najczęściej jednawalutowymi, portfelami rezerw EBC. W tej sytuacji NBC realizują zadania operacyjne w ramach wyznaczonej strategii inwestycyjnej przez Komitet Inwestycyjny EBC¹³, jednak mają prawo do opracowania strategii zarządzania częścią własnych portfeli aktywów finansowych (ECB 2000, s.55–56). Umożliwia to bankom centralnym strefy euro nieformalne utworzenie funduszu przyszłych pokoleń czy rezerwowego funduszu emerytalnego. Wyjściowa wartość tych portfeli

¹³ Więcej na ten temat w ECB (2006) oraz NBP (2008).

Tabela 2. Wartość państwowych portfeli finansowych analizowanych państw (w mld USD)

Region	Kraj	Portfel państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych - SPRF*	Portfel państwowych funduszy inwestycyjnych SWF**	Państwowe portfele zadłużenia SD***
OECD – Europa	Austria	–	–	223,7
	Belgia	15	–	381,3
	Dania	0,7	–	81,1
	Finlandia	9,8	–	76,7
	Francja	47,0	–	1 675,0
	Grecja	–	–	291,1
	Hiszpania	44,9	–	505,2
	Holandia	27,0	–	360,1
	Irlandia	29,0	–	53,4
	Islandia	–	–	5,4
	Niemcy	–	–	2 128,1
	Norwegia	380,0	2,6	144,4
	Polska	1,7	–	181,0
	Portugalia	8,3	–	144,4
	Szwecja	136,7	–	180,8
OECD – inne regiony	Wielka Brytania	–	–	1 193,3
	Włochy	–	–	2 183,8
	Australia	54	–	135,2
	Japonia	1 217,6	–	9 920,2
	Kanada	111,3	17,0	899,8
	Korea	228,7	30,0	402,8
	Nowa Zelandia	10,0	–	22,8
Poza OECD	Meksyk	7,4	–	204,8
	USA	2 238,5	46,6	5 074,7
	Arabia Saudyjska	8,6	3 005,0	84,6
	Chile	1,4	15,5	6,7
	Chiny	94,6	168,0	614,1
	Rosja	157,0	157,0	90,0
	Tajlandia	11,6	–	84,9
Łącznie		4 840,8	3 441,7	27 349,5

* Dane na koniec 2006 lub 2007, Rosja - dane z kwietnia 2008 roku, Belgia, Finlandia, Holandia – dane z 2005 r.

** W przypadku występowania kilku funduszy w danym kraju podana wartość jest sumą wartości ich portfeli.

*** Portfele nie obejmują danych dotyczących wartości długu potencjalnego, dane dotyczą prognoz za 2007 r. Według metodologii MFW (obliczenia według *GDP official exchange rate*);

zależy od indywidualnych decyzji banków centralnych zarówno pod względem operacyjnym, jak i organizacyjnym. W tym drugim przypadku możliwe jest bowiem przekazanie przez bank centralny części aktywów do zarządzania przez *external managers*, czyli najczęściej komercyjne instytucje finansowe (Bakker, van Herpt 2007, s. 281-282).

5. Istota Sovereign Portfolio Management Agency

Sovereign Portfolio Management Agency (SPMA) jest to prawnie ustanowiony autonomiczny podmiot publiczny (*autonomous/separate government entity*), nadzorowany przez odpowiedni organ administracji rządowej, spełniający określone zadania związane z rynkowym zarządzaniem jednym lub kilkoma państwowymi portfelami finansowymi.

SPMA jest stosunkowo nowym rodzajem instytucji o charakterze publicznym (choć zróżnicowanej formie prawnej – publicznej lub korporacyjnej). Działa zazwyczaj na krajowym i międzynarodowym rynku finansowym i w pewnym sensie spełnia funkcje outsourcingu na rzecz władz publicznych i społeczeństwa. W literaturze tematu w zależności od rodzaju zarządzanego portfela można także spotkać alternatywne określenia, jak: ADMO – *autonomous debt management office* (Currie et al. 2003) lub fundusze jako element SFIs – *special fiscal institutions* (Ter-Minassian 2007).

Do najczęściej spotykanych form prawno-organizacyjnych SPMA należy tzw. agencja państwowa (*public agency*). Można zatem uogólnić, że SPMA jest rodzajem agencji państwowej, której strategiczny cel polega na osiągnięciu określonego poziomu zysku lub kosztu, a istotą działalności są odpowiednie operacje emisyjne lub inwestycyjne przeprowadzane na rynku finansowym.

W powyższym modelu organizacyjnym agencje państwowe definiowane są jako podmioty (Allen, Radev 2006, s. 14–16; Talbot et al. 2000, s. 5):

- mające określoną autonomię operacyjną i organizacyjną,
- powołane na podstawie odrębnych aktów prawnych czy umów kontraktowych,
- posiadające własny budżet i zarządzające nim według reguł ustalonych przez władze centralne,
- finansowane z różnych źródeł (własnych dochodów, wypracowanych zysków lub transferów z budżetu),
- realizujące zadania publiczne na szczeblu rządowym (zarządzające środkami publicznymi),
- zatrudniające pracowników nie tylko ze służby cywilnej.

Należy zaznaczyć, że proces zmiany struktury administracji rządowej wykorzystującej model agencyjny

(tzw. *agencification process*) trwa już od lat 80., szczególnie w krajach, w których zaczęto stosować koncepcję tzw. nowego zarządzania publicznego (*new public management*). Jedną z pierwszych tego rodzaju reform przeprowadzono w Wielkiej Brytanii w 1988 r. w ramach tzw. Programu Następnych Kroków (*Next Steps Programme*). Program ten przewidywał wprowadzenie tzw. agencji wykonawczych administracji centralnej (*executive agency*). W brytyjskim modelu administracyjnym uszczegółowiono dodatkowo warunki funkcjonowania agencji wykonawczych przez (*Better government services...* 2002, s. 17):

- klarownie zdefiniowany zakres zadań oraz odpowiedzialności pracowników,
- finansową oraz kadrową elastyczność przy zatrudnianiu pracowników,
- powołanie dyrektora wykonawczego mającego odpowiednią autonomię operacyjną i personalną,
- obowiązek publikacji rocznych raportów oraz sprawozdań finansowych, wraz z oceną postępów w realizacji wyznaczonych celów.

Podobną reformę przeprowadzono w Szwecji, w której szczególny nacisk położono na wysoki stopień autonomii operacyjnej agencji (Schick 2001, s. 5–6). Poza tym struktury agencyjne o różnych statusach i nazwach wykorzystano także we Francji (*Autorités Administratives Indépendantes*), Niemczech (*unmittelbare Bundesverwaltung*), Holandii, Nowej Zelandii (*Crown entities*), Kanadzie (*Special Operating Agencies*) i USA (OECD 2002b, s. 8).

Pierwotną ideą wprowadzenia autonomicznych agencji państwowych było stworzenie bardziej elastycznych jednostek organizacyjnych, zorientowanych na realizację wyznaczonych celów, oraz odbiurokratyzowanie administracji. W późniejszym okresie znaczenia nabrało odpolitycznienie określonych zadań publicznych oraz stworzenie bardziej przyjaznych dla społeczeństwa form świadczenia usług publicznych (OECD 2002b, s. 10-11). Ważnym aspektem tworzenia agencji stały się także wyznaczenie odpowiednich zasad ich sprawozdawczości, a przez to przejrzystość działań.

Współcześnie obserwuje się również zwiększenie zakresu wykorzystania modelu agencyjnego w koncepcji tworzenia państwowych portfeli finansowych, o których mowa w niniejszym artykule.

Głównym argumentem za wykorzystaniem takiego rozwiązania jest z jednej strony odseparowanie zarządzania państwowymi portfelami finansowymi od bieżącej polityki budżetowej, pieniężnej oraz systemu ubezpieczeń społecznych, z drugiej zaś możliwość wprowadzenia nowoczesnego średnio- i długoterminowego zarządzania portfelowego (odmiennego również od klasycznych zasad zarządzania rezerwami walutowymi przez banki centralne), a także zastosowanie zasad nadzoru dostosowanych do specyfiki działalności SPMA.

6. Zakres wykorzystania Sovereign Portfolio Management Agency w wybranych państwach

W celu potwierdzenia powyższej tezy zostanie przeprowadzona analiza rozwiązań instytucjonalnych w zakresie zarządzania państwowymi portfelami finansowymi w grupie badanych 29 krajów.

Zbiornicze wyniki prezentowane w tabeli 6 (w aneksie) wskazują na możliwość sformułowania następujących wniosków:

- Państwowymi portfelami finansowymi zarządzają z reguły cztery rodzaje instytucji: SPMA jako autonomiczna agencja państwa, departament ministerstwa (najczęściej finansów lub skarbu), bank centralny lub państwowa instytucja ubezpieczeniowa (w przypadku SPRF).

- Na 65 państwowych portfeli finansowych w 34 przypadkach do zarządzania poszczególnymi portfelami utworzonymi w danym kraju powołano SPMA, w 19 zarządza nimi odpowiedni organ ministerialny, w 9 – bank centralny, a w 3 – państwowa instytucja ubezpieczeniowa, co wskazuje na dominację modelu agencyjnego.

- W 11 państwach wykorzystuje się koncepcję SPMA do zarządzania dwoma wyodrębnionymi portfelami: portfelem zadłużenia (SD) oraz portfelem państwowych rezerwowych funduszy emerytalnych (SPRF), rzadziej SPMA wykorzystuje się w przypadku pozostałych kombinacji z zastosowaniem dodatkowo SWF (Norwegia, Kanada i USA).

- SPMA jest najatrakcyjniejszą formą organizacyjną w przypadku portfeli SD oraz SPRF, choć należy dodać, że w 11 krajach portfelem zadłużenia zarządzają klasyczne departamenty ministerstw.

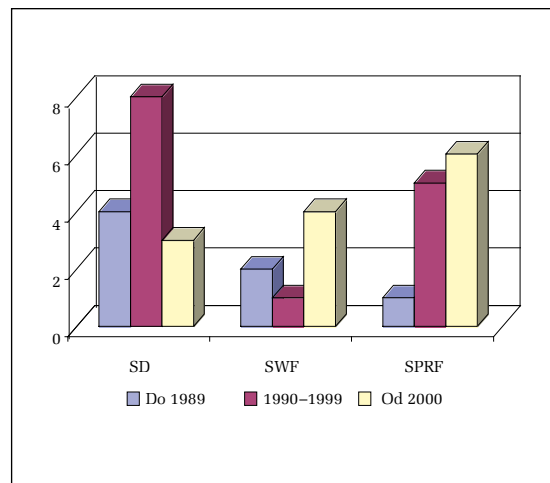
- Model agencyjny przeważa w krajach europejskich w przypadku portfeli zadłużenia, ale dominuje też w krajach, które formalnie wyodrębniają portfele SWF, a także SPRF.

- Koncepcji SPMA w ogóle nie stosuje siedem państw, w tym pięć europejskich. W Danii i Islandii do zarządzania portfelami wykorzystuje się oddzielne jednostki w strukturze banku centralnego, ale funkcjonujące pod nadzorem ministerstwa finansów. Z kolei w Hiszpanii, Polsce i we Włoszech zarządzaniem zadłużeniem zajmuje się ministerstwo oraz ewentualnie SPRF.

- Tylko w czterech przypadkach portfelami SPRF zarządza państwowa instytucja ubezpieczeniowa (w tym w Polsce Zakład Ubezpieczeń Społecznych).

Wykres 2 prezentuje dane dotyczące okresu powołania Sovereign Portfolio Management Agency w krajach, które zdecydowały się na wprowadzenie modelu agencyjnego. Najwcześniej agencje zarządzania długiem powstały w Holandii, Szwecji, USA oraz Nowej Zelandii. Z kolei najwięcej tego rodzaju rozwiązań w ramach portfeli zadłużenia wprowadzono pod koniec lat 90. XX w., szczególnie w krajach strefy euro. SWF oraz SPRF ma-

Wykres 2. Okres powołania SPMA do zarządzania państwowymi portfelami finansowymi



Źródło: opracowanie własne.

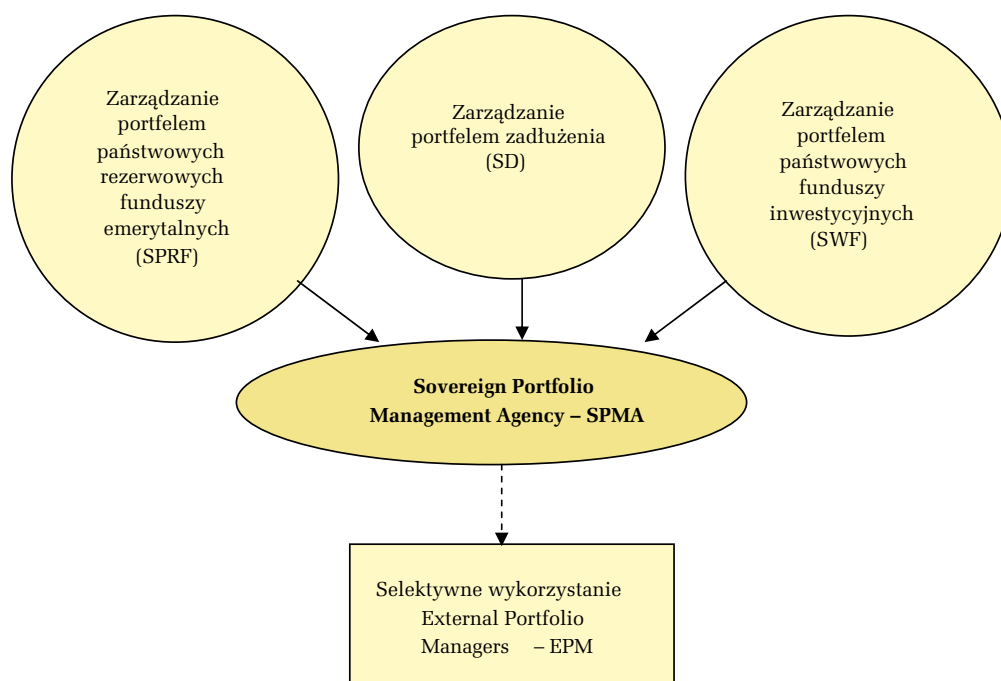
ją jednak krótszą historię, dlatego tutaj najwięcej zmian organizacyjnych przypada na XXI wiek. Najstarsze państwowe fundusze majątkowe powstały w latach 70. i 80., jednak w ostatnich latach najszybciej rosła liczba (i jak wskazano – także wartość) tych funduszy. Podobnie było w przypadku SPRF: z 23 badanych funduszy 18 powstało w latach 90. XX wieku i współcześnie.

Z prezentowanych w aneksie zestawień (tabele 3, 4 i 5) wynika także, iż nadzór nad większością instytucji zarządzających państwowymi portfelami finansowymi (w tym szczególnie zarządzanych przez SPMA) sprawuje odpowiedni organ ministerialny. Warto też zwrócić uwagę na organy kontrolne w postaci specjalnie powoływanych komitetów. Są one charakterystyczne szczególnie dla SPRF. W tym przypadku często tworzone są także kolegalne organy doradcze odpowiedzialne za formułowanie strategii inwestycyjnych (Yermo 2008).

W większości analizowanych przypadków Sovereign Portfolio Management Agency samodzielnie zarządza powierzonym jej portfelem finansowym. Niektóre SPMA wykorzystują dodatkowo komercyjne instytucje finansowe (External Portfolio Managers – EPM) do zarządzania wydzielonymi subportfelami, przykładowo akcji czy obligacji (schemat 2). Takie rozwiązania stosują m.in. SPMA irlandzka, norweska, francuska, fińska i szwedzka.

Należy także zwrócić uwagę, że SPMA powierza się zazwyczaj zarządzanie pojedynczymi państwowymi portfelami finansowymi. Do rzadkości zalicza się łączenie funkcji zarządzania zadłużeniem oraz jednym z portfeli aktywów. W badanych krajach występują jednak wyjątki. W Szwecji oraz w Islandii (do 2007 r.) połączone zostały zadania zarządzania długiem konwencjonalnym i potencjalnym, w jednej autonomicznej agencji państwowej. Występują także trzy przypadki in-

Schemat 2. Rozwiązania organizacyjne w zakresie delegowania zadań zarządzania państwowymi portfelami finansowymi w ramach SPMA



Źródło: opracowanie własne.

nych kombinacji. Pierwszym z nich jest irlandzka National Treasury Management Agency, zarządzająca długiem Skarbu Państwa (SD) i państwowym rezerwowym funduszem emerytalnym (SPRF). Kolejne to norweski Norges Bank Investment Management oraz kanadyjski Alberta Investment Management Co., odpowiedzialne za zarządzanie dwoma państwowymi portfelami finansowymi o charakterze inwestycyjnym (SWF oraz SPRF).

7. Podsumowanie

Reasumując, Sovereign Portfolio Management Agency powoływana jest do zarządzania państwowymi portfelami finansowymi w 54% badanych portfeli oraz w ponad połowie analizowanych krajów. Biorąc pod uwagę bardzo wysokie wartości zarządzanych państwowych portfeli finansowych, można stwierdzić, że SPMA stają się współcześnie jednym z głównych uczestników rynku finansowego, zarówno krajowego, jak i międzynarodowego.

Jako swoisty symbol globalizacji działalność tych instytucji coraz częściej jest tematem dyskusji oraz badań naukowych nie tylko z punktu widzenia korzyści, lecz także licznych zagrożeń. Jest to bowiem podmiot

publiczny, którego zakres celów i zadań może wywoływać przede wszystkim dwie negatywne konsekwencje dla rynku i gospodarki, czyli efekt wypychania sektora prywatnego z określonych segmentów rynku finansowego oraz problem agent – pryncypał, znany z korporacyjnej teorii agencji. W tym przypadku szczególnie podkreśla się wagę przejrzystości działań oraz przepływu informacji między agencją państwową a ministerialnym organem nadzorczym.

Jak wspomniano, podstawowymi zaletami powoływania SPMA są: poprawa efektywności zarządzania (m.in. przez zapewnienie elastyczności organizacyjno-kadrowej i płacowej), oddzielenie od bieżącej realizacji polityki makroekonomicznej, ale także odpolitycznienie. Proces tworzenia SPMA w celu zarządzania zobowiązaniami, jak też wydzielanymi aktywami finansowymi państwa prawdopodobnie będzie trwał nadal.

Wśród analizowanych tu krajów jest także Polska jako jedno z nielicznych państw Europy Środkowo-Wschodniej, korzystających z trzech rodzajów ujęcia bilansu państwa, czyli portfela długu konwencjonalnego Skarbu Państwa, zarządzanego przez Departament Długu Publicznego Ministerstwa Finansów, portfela długu potencjalnego, zarządzanego przez Departament Gwarancji i Poręczeń Ministerstwa Finansów, oraz portfela

Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD), zarządzanego przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Należy podkreślić, że w Polsce nie ma rozwiązania organizacyjnego, które można określić mianem Sovereign Portfolio Management Agency.

Powołanie tego rodzaju instytucji w Polsce wydaje się jednak uzasadnione ze względu na następujące zjawiska oddziałujące na stabilność finansową państwa w średnim i długim okresie:

- wysoki wolumen zadłużenia i kosztów obsługi długu,
- konieczność zwiększenia efektywności zarządzania istniejącym już FRD, szczególnie w związku ze zmia-

ną struktury źródeł finansowania i intensywniejszym zasilaniem go środkami uzyskanymi ze sprzedaży majątku państwowego (prywatyzacji) oraz w obliczu postępującego procesu starzenia się społeczeństwa¹⁴,

- możliwości utworzenia funduszu przyszłych pokoleń (czy funduszu stabilizacyjnego) po wejściu Polski do strefy euro z części obecnych rezerw walutowych nominowanych w euro.

¹⁴ Ustawa z 9 stycznia 2009 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych – przekazana do Senatu.

Bibliografia

- Antolin P., Blommestein H. (2007), *Governments and the market for longevity-indexed bonds*, "Working Paper", No. 4, OECD, Paris.
- Bakker A., van Herpt I. (2007), *Reserve management in the Eurosystem: From liquidity to return*, w: J. Johnson-Calari, M. Rietveld (red.), *Sovereign wealth management*, Central Banking Publications, London.
- Better government services. Executive agencies in the 21st century* (2002), The UK Prime Minister's Office of Public Services Reforms, London.
- Blundell-Wignall A., Yu-Wei H., Yermo J. (2008), *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, "Working Paper on Insurance and Private Pensions", No. 14, OECD, Paris.
- Bohn H. (2002), *Government asset and liability management in an era of vanishing public debt*, "Economics Working Paper", No. 1, University of California at Santa Barbara, Santa Barbara.
- Brione P. (red.) (2006), *Directory Government Debt Offices* (2006), Central Banking Publications, London.
- Buiter W. (2007), *From debt management office to sovereign portfolio management office*, "Financial Times", 17 July.
- Cassard M., Folkerts-Landau D. (red.) (2000), *Sovereign assets and liabilities management* (2000), IMF, Washington, D.C.
- CIA (2008), *The World Fact Book*, Washington, D.C.
- Currie E., Dethier J.-J., Togo E. (2003), *Institutional Arrangements for public debt management*, "Policy Research Working Paper", No. 3021, The World Bank, Washington, D.C.
- EC (2008), *Sovereign wealth funds – frequently asked questions*, MEMO/08/126, 27 February, European Commission, Brussels.
- ECB (2000), *Foreign exchange reserves and operations of the Eurosystem*, "Monthly Bulletin", January, Frankfurt.
- ECB (2006), *Portfolio management at the ECB*, "Monthly Bulletin", April, Frankfurt.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, October, Washington, D.C.
- IMF (2008), *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Washington, D.C.
- IMF, World Bank (2003), *Guidelines for Public Debt Management*, Washington, D.C.
- ISSA (2005), *Guidelines for the investment of social security funds*, International Social Security Association, Geneva.
- ISSA (2007), *Public Scheme Reserve Funds. Survey Report*, International Social Security Association, Geneva.
- Johnson-Calari J., Rietveld M. (red.) (2007), *Sovereign wealth management*, Central Banking Publications, London.
- Kern S. (2007), *Sovereign wealth funds – state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, Frankfurt.
- Marchewka-Bartkowiak K. (2007), *Gwarancje i poręczenie państwowe jako źródło ryzyka fiskalnego – analiza porównawcza na przykładzie doświadczeń międzynarodowych i polskich*, „Materiały i Studia”, nr 214, NBP, Warszawa.
- Marchewka-Bartkowiak K. (2008), *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- NBP (2008), *Skutki integracji walutowej dla procesu zarządzania rezerwami dewizowymi w NBP*, http://www.nbpnews.pl/r/nbpnews/Pliki_PDF/NBP/Publikacje/analizy/Seminarium_BISE_19.05.2008_Prezentacja_wynik_w.pdf.
- OECD (2002a), *OECD guidelines on pension fund governance*, Paris.

- OECD (2002b), *Distributed public governance. Agencies authorities and other autonomous bodies*, "OECD Journal on Budgeting", Vol. 2, No. 1, s. 121–144.
- Oxera (2007), *The effect of cross-border investment restrictions on certain pension schemes in the EU*, European Commission, DG Internal Market and Services, Brussels.
- Peterson Institute for International Economics (2007), *A scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, October, Washington, D.C.
- Polackova-Brixi H., A. Schick (2004), *Government at risk: Contingent liabilities and fiscal risk*, The World Bank and Oxford University Press, Oxford.
- Schick A. (2001), *Agencies in search of principles*, OECD Global Forum on Governance, Public Governance, Bratislava.
- Talbot C., Pollitt Ch., Bathgate K., Caulfield J., Reilly A., Smullen A. (2000), *The idea of agency. Researching the agencification of the (public service) world*, Paper for the American Political Studies Association Conference, August, Washington, D.C.
- Ter-Minassian T. (2007), *The role of fiscal institutions in managing the oil revenue boom*, "Policy Paper", 5 March, IMF, Washington, D.C.
- Wheeler G (2004), *Sound practice in government debt management*, The World Bank, Washington, D.C.
- Williams M. (red.) (2006), *Government debt management: New trends and challenges*, Central Banking Publications, London.
- Yermo J. (2008), *Governance and investment of public pension reserve funds in selected OECD countries*, "Working Paper on Insurance and Private Pensions", No. 15, OECD, Paris.

ANEKS

Tabela 3. *Instytucjonalna podstawa zarządzania portfelem zadłużenia państwa*

Region	Kraj	Nazwa instytucji zarządczej	Rok powołania instytucji zarządzającej	Zarządzanie długiem potencjalnym	Organ nadzorczy	Symbol instytucji zarządczej*
OECD – Europa	Austria	Austrian Federal Financing Agency	1993	nie	Minister Finansów	SPMA
	Belgia	Belgian Debt Agency	1998	nie	Generalny Administrator Skarbu Państwa	SPMA
	Dania	Government Debt Management Unit	1991	tak	Minister Finansów	BC
	Finlandia	Finance Division	2002	tak	Minister Finansów	OAR
	Francja	Agence France Trésor	2001	nie	Minister Skarbu Państwa	SPMA
	Grecja	Public Debt Management Agency	1999	nie	Minister Finansów	SPMA
	Hiszpania	Treasury Department	1986 (reorganizacja w 2000)	tak Deputy Directors for revenues and payments	Minister Finansów	OAR
	Holandia	Dutch State Treasury Agency	1841	nie	Minister Finansów	SPMA
	Irlandia	National Treasury Management Agency	1990	tak Department of Finance MF	Minister Finansów	SPMA
	Islandia	National Debt Management Agency Government Debt Management Unit	do 2007 od 2008	tak	Minister Finansów	SPMA BC
	Niemcy	German Finance Agency	2000	nie	Minister Finansów	SPMA
	Norwegia	Debt Management Office	1988	tak Ministerstwo Finansów	Minister Finansów	OAR
	Polska	Departament Długu Publicznego MF**	1993	nie	Minister Finansów	OAR
	Portugalia	Portuguese Government Debt Agency (IGCP)	1996	nie	Minister Finansów	SPMA
	Szwecja	Swedish National Debt Office	1789 (reorganizacja w 1989)	tak	Minister Finansów	SPMA
	Wielka Brytania	UK Debt Management Office	1998 (reorganizacja w 2002)	nie	Minister Skarbu Państwa, Parlament	SPMA
	Włochy	Public Debt Directorate	b.d.	tak	Minister Finansów	OAR
OECD – inne regiony	Australia	Australian Office of Financial Management	1999	nie	Minister Finansów	SPMA
	Japonia	Debt Management Policy Division	2004	tak Market Finance Division	Minister Finansów Parlament	OAR
	Kanada	Financial Institutions and Markets	b.d.	nie	Minister Finansów	OAR
	Korea	Government Bond Policy Division	b.d.	tak	Minister Strategii i Finansów	OAR
	Nowa Zelandia	New Zealand Debt Management Office	1988	tak Budget and Macroeconomic Branch MF	Minister Skarbu Państwa i Minister Finansów	SPMA
	Meksyk	Public Credit Unit	2000	tak	Minister Finansów	OAR
	USA	Bureau of Public Debt	1940	nie	Minister Skarbu Państwa	SPMA

Poza OECD	Arabia Saudyjska	Saudi Arabian Monetary Agency	b.d.	nie	Minister Finansów	BC
	Chile	Financial Operations Division	2005	nie	Bank centralny	BC
	Chiny	Treasury Department	b.d.	nie	Minister Finansów	OAR
	Rosja	Department of International Finance Relations, Federal Debt and Federal Assets	b.d.	tak	Minister Finansów	OAR
	Tajlandia	Public Debt Management Office	2002	tak	Minister Finansów	SPMA

* Wyjaśnienie skrótów: SPMA – Sovereign portfolio management agency, OAR – organ administracji rządowej (departament ministerstwa), BC – bank centralny, PIU – państwowa instytucja ubezpieczeniowa.

** Zmiana nazwy od lipca 2008 r. (wcześniej Departament Należności i Zobowiązań Finansowych Państwa)

Tabela 4. Instytucjonalna podstawa zarządzania narodowymi funduszami inwestycyjnymi (SWF)

Region	Kraj	Nazwa funduszu	Instytucja zarządcza	Rok założenia funduszu	Organ nadzorczy	Symbol instytucji zarządczej [*]
OECD – Europa	Norwegia	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	Norges Bank Investment Management	1986	Minister ds. ropy naftowej i energii	SPMA
	Japonia	Przewidywany do powołania po 2009 r.				
	Kanada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	Alberta Investment Management Co. (AIMco)	2008	Ministerstwo Finansów i Przedsiębiorczości	SPMA
	Korea	-	Korea Investment Corporation	2005	Specjalnie powołany Komitet	SPMA
	Meksyk	Oil Income Stabilization Fund	Minister Finansów	2000	Minister Finansów	OAR
	USA	Alaska Permanent Fund Alabama Trust Fund Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	Alaska Permanent Fund Corporation Department Skarbu Stanu Alabama Department Skarbu Stanu Wyoming	1976 1986 1974	Organ administracji stanowej	SPMA
Poza OECD	Arabia Saudyjska	Public Investment Fund Various Holdings	Public Investment Agency Saudi Arabian Monetary Agency	2008 –	Ministerstwo Finansów Bank centralny	SPMA BC
	Chile	Economic and Social Stabilization Fund	Bank Centralny Chile	1985	Bank centralny	BC
	Chiny	China-Africa Development (CAD) Fund Fundusze rezerw walutowych Exchange Fund	China Development Bank SAFE Investment Company Hong Kong Monetary Authority (HKMA)	2007 1997 1998	Specjalnie powołany Komitet Bank centralny	SPMA SPMA BC
	Rosja	National Wealth Fund Oil Stabilization Fund	Minister Finansów Bank Centralny Rosji	2008 2008	Minister Finansów Bank Centralny Rosji	OAR BC
	Tajlandia	Przewidywany do powołania w 2008 r.				

* Skróty – jak w tabeli 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: SWF Institute, *Sovereign wealth funds - state investments on the rise*, Kern (2007) oraz informacji uzyskanych z poszczególnych państw.

Tabela 5. *Instytucjonalna podstawa zarządzania państwowymi rezerwowymi funduszami emerytalnymi (SPRF)*

Region	Kraj	Nazwa funduszu	Instytucja zarządzająca	Rok założenia funduszu	Organ nadzorczy	Symbol instytucji zarządczej*
OECD – Europa	Belgia	Ageing Population Fund	Zilverfonds	2001	Minister Finansów	SPMA
	Dania	Social Pension Fund	Government Debt Management Unit	1970	Specjalnie powołany Komitet	BC
	Finlandia	State Pension Fund	VEL	1990	Minister Finansów	SPMA
	Francja	Retirement Reserve Fund	Fondo de Reserve pour les Retraites' (FRR)	1999	Rada nadzorcza	SPMA
	Hiszpania	Social Security Reserve Fund	Social Security Reserve Fund Management Committee	1997	Specjalnie powołany Komitet	OAR
	Holandia	Public Old Age Benefit Savings Fund	Minister Finansów	1988	Minister Finansów	OAR
	Irlandia	National Pensions Reserve Fund	National Treasury Management Agency	2001	Specjalnie powołany Komitet	SPMA
	Norwegia	Government Pension Fund – Global (GPF)	Norges Bank Investment Management	1990	Minister Finansów Parlament	SPMA
	Polska	Fundusz Rezerwy Demograficznej	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	2002	ZUS Rada Ministrów	PIU
	Portugalia	Social Security Financial Stabilization Fund	IGFCSS	1989	Minister Finansów	SPMA
	Szwecja	National Pension Funds (AP1-AP4, AP6)	AP Fonden	2000	Zarząd AP Fonden	SPMA
OECD – inne regiony	Australia	Australian Future Fund	Future Fund Management Agency	2006	Specjalnie powołany Komitet	SPMA
	Japonia	National Reserve Funds	Government Pension Investment Fund (GPIF)	1956 reorganizacja w 2006 r.	Ministerstwo Zdrowia, Pracy i Majątku	SPMA
	Kanada	Canada Pension Plan	Alberta Investment Management Co. (AIMco)	1997	Rada Dyrektorów	SPMA
	Korea	National Pension Fund	National Pension Service	1988	Zgromadzenie Narodowe	PIU
	Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	Guardians of New Zealand Superannuation	2001	Zarząd	SPMA
	Meksyk	IMSS Reserve Fund	Mexican Social Security Institute	2000	Zarząd	PIU
	USA	Social Security Trust Fund	Departament Skarbu Państwa	1940	Zarząd Funduszu Kongres	OAR
Poza OECD	Arabia Saudyjska	Public Pension Fund	Pubic Pension Agency	b.d.	Minister Finansów	SPMA
	Chile	Pension Reserve Fund	Skarb Państwa Bank Centralny Chile	2006	Minister Finansów	OAR
	Chiny	National Reserve Funds	Council for Social Security Fund (SSF)	2000	Rada Narodowa Republiki Chińskiej	OAR
	Rosja	Reserve Fund	Minister Finansów Bank Centralny Rosji	2008	Minister Finansów	OAR
	Tajlandia	Social Security Fund	Social Security Office	1990	Ministerstwo Pracy	SPMA

* Skróty – jak w tabeli 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD, ISSA, SWF Institute oraz informacji uzyskanych z poszczególnych państw.

Tabela 6. Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie państwowymi portfelami finansowymi

Region	Kraj	Sovereign portfolio management agency – SPMA			Organ administracji rządowej (departament ministerstwa) – OAR			Bank centralny – BC			Państwowa instytucja ubezpieczeniowa – PIU		
		SD	SWF	SPRF	SD	SWF	SPRF	SD	SWF	SPRF	SD	SWF	SPRF
OECD – Europa	Austria	+											
	Belgia	+		+									
	Dania							+		+			
	Finlandia			+	+								
	Francja	+		+									
	Grecja	+											
	Hiszpania				+		+						
	Holandia	+					+						
	Irlandia	+		+									
	Islandia							+					
	Niemcy	+											
	Norwegia		+	+	+								
	Polska				+								+
	Portugalia	+		+									
	Szwecja	+		+									
OECD – inne regiony	Wielka Brytania	+											
	Włochy				+								
	Australia	+		+									
	Japonia			+	+								
	Kanada		+	+	+								
	Korea		+		+								+
	Nowa Zelandia	+		+									
Poza OECD	Meksyk				+	+							+
	USA	+	+				+						
	Arabia Saudyjska		+	+				+	+				
	Chile						+	+	+				
	Chiny		+		+		+		+				
	Rosja				+	+	+		+				
ŁĄCZNIE	Tajlandia	+		+									
		14	7	13	11	2	6	4	4	1	0	0	3
		34			19			9			3		

Źródło: opracowanie własne.