

*Stanisław M. Szukalski*

## **FUNDUSZE MAJĄTKU PAŃSTWOWEGO NA GLOBALNYM RYNKU FINANSOWYM**

### **Streszczenie**

Ekspansywny rozwój funduszy majątku państwowego po 1999 roku oraz dyskusja jaka wokół nich rozwinęła się w okresie kryzysu finansowego 2007-2008 roku skłania do postawienia szeregu pytań o istotę funduszy, ich genezę, zmiany struktury, politykę inwestycyjną, tym bardziej, iż większość z nich pochodzi z krajów wschodzących, mających nadwyżki w bilansie obrotów bieżących oraz z krajów – eksporterów surowców. Każde to postawić pytanie o ich wpływ na światowe rynki finansowe, o relacje pomiędzy krajami-globalnymi dłużnikami i wierzycielami. W opracowaniu poruszono następujące kwestie: istota funduszy, kierunki inwestycji, rolę funduszy w okresie kryzysu finansowego 2007-2008 oraz zagrożeń wynikających z działania SWF na globalnym rynku finansowym.

**Słowa kluczowe:** fundusze majątku państwowego, globalny rynek finansowy

### **Sovereign-Wealth Funds on global financial market**

### **Summary**

Expansive development of Sovereign-Wealth Funds after 1999 as well as the debate around it, which rose in the time of financial crisis 2007-2008 encourages to ask questions concerning the substance of funds, their origin, structure changes, investment policy. Most of such funds come from rising economies that have surplus in the current account balance and from countries exporting natural resources. That should make us ask what is their influence on global financial markets, their relations between countries – global debtors and creditors. The author rises such issues in the article: substance of funds, directions of investments, the role of funds in the time of financial crisis 2007-2008 and dangers that come from Sovereign-Wealth Funds functioning on global financial market.

**Keywords:** sovereign-wealth funds, global financial market

## 1. Wprowadzenie

Ekspansywny rozwój funduszy majątku państwowego<sup>1</sup> po 1999 roku oraz dyskusja jaka wokół nich rozwinęła się w okresie kryzysu finansowego w 2007-2008 roku skłania do postawienia szeregu pytań o istotę funduszy, ich genezę, zmiany struktury, politykę inwestycyjną, tym bardziej, iż większość z nich pochodzi z krajów wschodzących, mających nadwyżki w bilansie obrotów bieżących oraz z krajów-eksporterów surowców. Każde postawić pytanie o ich wpływ na światowe rynki finansowe, o relacje pomiędzy krajami-globalnymi dłużnikami i wierzycielami. Opracowanie składa się z czterech części merytorycznych. Pierwsza, poświęcona jest istocie, źródłom i zmianom struktury funduszy. W drugiej omówiono kierunki inwestycji SWF. W trzecim fragmencie poruszono kwestię roli funduszy w okresie kryzysu finansowego 2007-2008. Ostatni dotyczy zagrożeń wynikających z działania SWF na globalnym rynku finansowym.

## 2. Źródła i struktura SWF

Fundusze majątku państwowego powstały w krajach mających duże nadwyżki pieniądza pochodzące z eksportu surowców (kraje naftowe) i największych światowych eksporterów. Szybki wzrost wartości funduszy jest symbolem dwóch głównych, najnowszych trendów zachodzących w gospodarce światowej: redystrybucji bogactwa w świecie i zwiększeniu roli rządów w zarządzaniu tym bogactwem. Państwowy fundusz majątkowy to fundusz inwestycyjny spełniający kilka kryteriów: jest własnością suwerennego rządu, jest zarządzany niezależnie od innych instytucji państwowych finansowych, nie ma dominujących wyraźnych zobowiązań emerytalnych (z wyjątkiem funduszy tworzonych w tym właśnie celu), inwestuje w różnorodny zestaw aktywów finansowych w ramach realizacji zysków handlowych<sup>2</sup>. Fundusze te „...zarządzające zdywersyfikowanym portfelem krajowych i zagranicznych aktywów (...) są najczęściej finansowane z nagromadzonych w przez kraj rezerw walutowych, ale są zarządzane oddzielnie od oficjalnych rezerw. SWF przyjmują zwykle zdywersyfikowaną strategię inwestycyjną, akceptując większe ryzyko w zamian za większy zwrot”<sup>3</sup>. W inwestowaniu fundusze cechuje wysoka ekspozycja na ryzyko walutowe, długi horyzont inwestycyjny, autonomiczność i duża skłonność do ryzyka.

---

<sup>1</sup> W opracowaniu posługujemy się skrótem *SWF sovereign-wealth funds*.

<sup>2</sup> *Back on Course, Sovereign Wealth Fund Activity 2009*, SWF Annual Report 2009, Monitor Company Group, L.P. and FEEM 2010, s. 7.

<sup>3</sup> Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *A common European approach to Sovereign Wealth Funds* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/sovereign\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf), COM(2008) 115.

Są inwestowane w nieruchomości, akcje notowane na giełdach rynków rozwiniętych i rozwijających się, fundusze private equity, fundusze hedgingowe.

W praktyce<sup>4</sup> fundusze klasyfikuje się według dwóch kryteriów: źródła, z którego pochodzą inwestowane środki oraz celu, dla którego założono fundusz. Biorąc pod uwagę pierwsze kryterium można mówić o funduszach surowcowych (*commodity SWFs*) powstałych z eksportu surowców takich jak ropa naftowa, gaz ziemny, miedź (Chile-Social & Economic Stabilization Fund), diamenty oraz SWF finansowane z innych źródeł (*non-commodity SWFs*), poprzez transfer do nich środków stanowiących oficjalne aktywa rezerwowe, z nadwyżek budżetowych, z dochodów prywatyzacyjnych lub rezerw finansowych przeznaczonych na emerytury<sup>5</sup>. Gdyby przyjąć kryterium celu, to Międzynarodowy Fundusz Walutowy<sup>6</sup> przedstawia następującą propozycję typologii SWF:

- stabilizacyjne (*stabilization funds*) – tworzone przez kraje eksportujące surowce naturalne w celu ochrony budżetu przed skutkami wahań cen tych surowców,
- oszczędnościowe (*savings funds*) – o najdłuższym horyzoncie inwestycyjnym, tworzone z myślą o przyszłych pokoleniach, czyli stanowią transfer bogactwa uzyskanego obecnie w przyszłość,
- rezerwowe (*reserve investment corporations*) – tworzone jako wydzielona część rezerw walutowych w celu zwiększenia ich dochodowości w stosunku do tradycyjnie zarządzanych rezerw,
- rozwojowe (*development funds*) –przeznaczane na priorytetowe projekty np. o charakterze infrastrukturalnym;
- emerytalne (*pension reserve funds*) – zarządzają środkami (pochodzącymi ze źródeł innych niż składki emerytalne obywateli) przeznaczonymi na przyszłe warunkowe zobowiązania emerytalne.

Jakkolwiek historia powstawania funduszy sięga lat pięćdziesiątych ubiegłego wieku<sup>7</sup>, to 53,7% z nich powstało po 1990 roku, zaznaczając zwiększoną aktywność na rynkach finansowych po 2000 roku (tabela 1). Szacunkowa łączna wartość aktywów SWF w 2012 roku wyniosła 5,3 bln USD<sup>8</sup>, podczas gdy

---

<sup>4</sup> IMF, *Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies*, IMF Global Financial Stability Report, Washington DC 2007, s. 46.

<sup>5</sup> W artykule posługujemy się umownymi nazwami fundusze surowcowe i niesurowcowe.

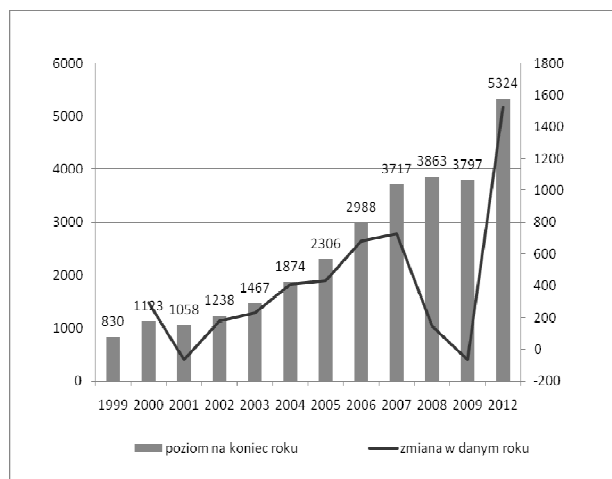
<sup>6</sup> IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments In collaboration with other departments Approved by Mark Allen and Jaime Caruana, 2008, s. 5.

<sup>7</sup> Kuwait Investment Board – pierwszy SWF (obecnie Kuwait Investment Authority) powstał w 1953 roku.

<sup>8</sup> To jest dwukrotnie więcej niż wartość funduszy hedgingowych (2 bln USD oszacowane przez Research Inc), choć jest to tylko 2,3% łącznych światowych aktywów finansowych (wg oszacowań przez McKinsey Global Institute 2011).

w 1999 roku było to zaledwie 830 mln USD (wykres 1), co oznacza 6,4-krotny wzrost w latach 1999-2012. Średnioroczne tempo wzrostu w wyszczególnionych latach wynosiło 19,3%, choć w 2001 i 2007 roku odnotowano ujemne stopy wzrostu wartości aktywów. Nawet w okresie 2007-2009 łączna wartość aktywów wzrosła w tempie 10% w porównaniu z 4% spadkiem wartości międzynarodowych aktywów bankowych<sup>9</sup>. Można oczekiwać dalszego zwiększenia wartości aktywów SWF, jako że właścicielami funduszy są kraje o trwałych nadwyżkach finansowych (Chiny) i zasobne w surowce (kraje naftowe), których ceny na rynkach światowych utrzymują się wysokim poziomie.

**Wykres 1 Wartość SWF w latach 1999-2012 w mld USD**



**oś lewa w mld USD stan na koniec danego roku; oś prawa wartość w danym roku**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.gfmag.com/tools/global-data-base/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#ixzz2PhcqXsTw>

W rozwoju SWF można wyróżnić cztery okresy: lata 1953-1972 to okres powstania pierwszych funduszy, lata 1973-1981 – pierwsza faza ekspansji, lata stagnacji 1982-1999, druga faza ekspansji 1999-2012. Periodyzację rozwoju funduszy z podziałem na źródła przedstawia tabela 1. Wynika z niej, iż w pierwszej fazie tworzenia funduszy środki pochodziły głównie z eksportu surowców, istniał silny związek między cenami ropy naftowej i ich tworzeniem. Ta zależność doprowadziła niektórych komentatorów do konstatacji, iż jest to naturalne źródło funduszy. Ale z drugiej strony, pojawiły się fundusze tworzone ze źródeł niesurowcowych (1953 – New Mexico Permanent Trust Fund). W okresie dru-

<sup>9</sup> Poulsen S., Lauge N. and Aisbett, Emma, *When the Claim Hits: Bilateral Investment Treaties and Bounded Rational Learning*. Crawford School Research Paper 2011, No. 5.

gim miała miejsce pierwsza ekspansja funduszy, były to głównie fundusze surowcowe pochodzące z eksportu ropy naftowej i gazu<sup>10</sup>, choć wówczas takie państwa jak: Singapur (Tomasek Holding, Government of Singapore Investment Corporation), Arabia Saudyjska (Public Investment Fund) utworzyły fundusze niesurowcowe. W wyodrębnionym okresie powstało 7 funduszy. Utworzyły je: Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA), Oman, Libia, Arabia Saudyjska (AS), także USA, Kanada.

**Tabela 1. Periodyzacja rozwoju SWF z podziałem na fundusze surowcowe i niesurowcowe**

Okres powstania	Fundusze „surowcowe”	Fundusze „niesurowcowe”
1953-1972 (4)	<b>1953 – Kuwait Investment Office (Kuwejt) -ropa, 296 mld USD (6)*</b> 1958 – Revenue Equalisation Fund (Karbati)-fosfat 0,6 mld USD <b>1952 – Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA) Arabia Saudyjska, 532,8 mld (4)</b>	1953 – New Mexico Permanent Trust Fund (USA)
1973-1981 (10)	1974 – Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (USA) 1976-Alberta Heritage Fund (Kanada), ropa,17 mld 1976 – Alaska Permanent Reserve Fund, ropa, 37 mld <b>1976 – Abu Dhabi Investment Authority (ZEA), 627 mld USD (1)</b> 1980 – State General Reserve Fund (Oman) 1980 – Kingdom Holding Company (Arabia Saudyjska) 1981 – Lybian Investment Authority (Libia)	1973 – Public Investment Fund (AS) <b>1974 – Temasek (Singapur) 157 mld (9)</b> <b>1981 – Government of Singapore Investment Corporation (Singapur) 247,5 mld (8)</b>
1982-1999 (13)	1983 – Brunei Investment Authority (Brunei) 1985 – Economic and Social Stabilization Fund (Chile) <b>1990 – Government Pension Fund (Norwegia), 611 mld (2)</b>	1992 – Queensland Investment Corporation (Australia) <b>1993 – Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio 293, mld (7)</b> 1994 – Victorian Funds Management

<sup>10</sup> Warto przypomnieć kryzys naftowy w 1973 roku, kiedy to cena z baryłkę skoczyła z niespełna 20 USD do 50 USD, a w 1980 roku nawet do 90 USD.

Okres powstania	Fundusze „surowcowe”	Fundusze „niesurowcowe”
	1993 – Pula Fund (Botswana) 1995 – Oil Stabilisation Fund (Kolumbia) 1998 – Investment Fund for Macroeconomic Stabilisation (Wenezuela) 1998 – Fund for Future Generations (Gabon) 1999 – State Oil Fund (Azerbejdżan)	Corporation (Australia) 1993 – Khazanah Nasional (Malezja) <b>1997 – SAFE Investment Company (Chiny) 567,9 mld (3)</b>
2000-2012 (34)	2000 – Oil Stabilisation Fund (Meksyk) <b>2000 – Qatar Investment Authority (Katar) 100 mld (12)</b> 2000 – Fonds de Régulation des Recettes (Algieria) 2000 – Oil Stabilisation Fund (Iran) 2000 – National Oil Fund (Kazachstan) 2002 – Mubadala (ZEA) 2003 – Development Fund for Iraq (Irak) 2004 – Stabilisation Fund (Rosja) 2004 – Nigeria Excess Crude Fund 2005 – Timor- Leste Petroleum Fund (Timor) 2005 – National Development Fund (Wenezuela) 2006-Chile Pension Reserve Fund (Chile) 2006 – Investment Corporation of Dubai (ZEA) 2006 – National Fund for Hydrocarbon Reserves (Mauretania) 2006- Libyan Investment Authority (Libia) 2007-Social & Economic Stabilization Fund (Chile) 2007- Heritage and Stabilization Fund (Trinidad & Tobago)	<b>2000 – National Social Security Fund (Chiny) 134,5 mld (11)</b> 2000 – National Stabilization Fund (Tajwan) 2001 – Pension Reserve Fund (Francja) 2001 – New Zealand Superannuation Fund (N. Zelandia) 2001 – National Pension Reserve Fund (Irlandia) 2003 – Dubai Istithmar World (ZEA) 2004 – Dubai International Capital (ZEA) 2005 – State Capital Investment Corporation (Wietnam) 2006 – Future Fund (Australia) 2006 – Mumtalakat Holdings (Bahrain) 2006 – Korea Investment Corporation (Korea Poł.) <b>2007 – China Investment Corporation (China), 439 mld (5)</b> 2007 – Emirates Investment Authority (ZEA) 2008 – Strategic Investment Fund (Francja) 2008 – Sovereign Fund of Brazil (Brazylia)

Okres powstania	Fundusze „surowcowe”	Fundusze „niesurowcowe”
	2007- Reserve Fund for Oil (Angola) <b>2008 – National Wealth Fund (Rosja), 149 mld (10)</b>	

\*Grubą czcionką wyróżniono fundusze o wartości aktywów na koniec 2012 roku powyżej 100 mld USD.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Braunstein Sovereign Wealth Funds: the emergence of state owned financial power brokers”, Wien, 2009 s. 42 i nast. oraz <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#ixzz2PhcqXsTw>.

W latach 1982-1999 powstało kilka drobniejszych funduszy surowcowych (Chile, Kolumbia, Wenezuela, Azerbejdżan) i dwa niesurowcowe fundusze australijskie (w 1992 r. Queensland Investment Corporation i w 1994 r. Victorian Fund Management Corporation) oraz malezyjski fundusz Malaysian Khasana Nasional – sfinansowany z przychodów uzyskanych z prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W tym okresie powstaje chiński SAFE Investment Company (1997), dziś trzeci co do wielkości fundusz na świecie z aktywami na poziomie 567,9 mld USD, oraz norweski fundusz Government Pension Fund (1990), drugi dziś fundusz na świecie z aktywami 611 mld USD.

Gwałtowny wzrost SWF nastąpił w okresie 2000-2012. Wówczas powstały 43 fundusze (w tabeli 1 wymieniono 34, pominięto te mniejsze o aktywach znacznie poniżej 10 mld USD), w tym 19 surowcowych i 15 niesurowcowych. Liczba utworzonych wówczas funduszy przewyższała łączną ich ilość z poprzednich lat. Związane to było głównie z nadwyżkami z eksportu obrotów paliwami (stąd głównie fundusze krajów naftowych) oraz z nadwyżkami w bieżących obrotach handlowych azjatyckich krajów. Gdyby porównać siedem wiodących krajów, których fundusze obejmują 70% globalnej wartości aktywów SWF, to widać wyraźnie źródło tych środków – stałe dodatnie salda obrotów bieżących w tych krajach. W tym czasie w USA, UE występuje ujemne saldo obrotów bieżących<sup>11</sup>. Porównanie danych za 2012 rok przedstawia tabela 2. Uwagę zwraca także relacja funduszy SWF do PKB. SWF w wielu krajach wielokrotnie przekraczają PKB tychże: ZEA (296,1%), Norwegia (218,9%), Kuwejt (178,4%), Singapur (124,5%). W Rosji, USA, UE relacja ta wynosi odpowiednio: 6%, 0,5%, 0,4%.

<sup>11</sup> W latach 2004-2011 średnioroczne saldo obrotów bieżących wyniosło w USA – 606 mld USD. Według danych IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2012. s. 205.

**Tabela 2. Podstawowe dane krajów o największych SWF oraz USA i UE.  
Dane za 2012 rok**

Wyszczególnienie	ZEA <sup>1</sup>	Norwegia	Chiny	Kuwejt	Singapur	Katar	AS <sup>1</sup>	Rosja	USA	UE
Liczba ludności w mln osób	5,4	4,7	1349,6	2,7	5,4	2,0	26,9	142,5	316,6	503,8
PKB w mld USD	271,2	279,1	12 380	165,9	325,1	183,0	740,5	2 504	15 660	15 630
PKB pc w tys. USD	49	55,3	9,1	43,8	60,9	102,8	25,0	17,7	49,8	34,5
PKB stopa wzrostu (%)	4	3,1	7,8	6,3	1,3	6	6	3,4	2,2	-0,3
Saldo obrotów bieżących w mld USD	26,8	76,1	213,8	73,26	51,44	58,57	150,0	81,3	-487,2	-34,49
Saldo obrotów bieżących jako % PKB	9,9%	27,3%	1,7%	44,2%	15,8%	32,0%	20,3%	3,2%	-3,1%	-0,2%
Rezerwy w bln USD	43,77	49,4	3300	29,91	259,3	25,7	626,8	537,6	148	812,1
Rezerwy jako % PKB	16,1%	17,7%	26,7%	18,0%	79,8%	14,0%	84,6%	21,5%	0,9%	5,2%
Wartość SWF w mld USD	803	611	1435,1	296	404,7	100	523,8	149,7	79	58
Wartość SWF/PKB	296,1%	218,9%	11,6%	178,4%	124,5%	54,6%	70,7%	6,0%	0,5%	0,4%

<sup>1)</sup> ZEA Zjednoczone Emiraty Arabskie; AS-Arabia Saudyjska.

Źródło: The World Factbook 2012, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>. Opracowanie własne.

W okresie 1999-2012 wyraźnie zmieniła się struktura SWF, bowiem spadł udział funduszy surowcowych z 74% do 58%, a odpowiednio zwiększył się udział niesurowcowych źródeł z 26% do 42%.

Pierwotnym źródłem SWF, o czym wspomniano wcześniej, były przychody państw eksporterów surowców (głównie ropy naftowej) wskutek wzrostu ich cen na rynkach światowych pod koniec lat 90. oraz wzrost rezerw walutowych państw eksporterów. Wystarczy przypomnieć, iż cena baryłki ropy naftowej w latach 2000-2008 wahała się od 40 do 140 dolarów za baryłkę, zaś rezerwy walutowe na przestrzeni ostatnich 10 lat rosły w tempie 15% rocznie i aż 22% rocznie w ostatnim pięcioleciu, głównie w państwach azjatyckich na Bliskim Wschodzie, Ameryce Południowej.

Analiza wiodących SWF w świecie (tabela 3) pozwala stwierdzić, iż ma miejsce wyraźna koncentracja wartości funduszy, bowiem 17,1% funduszy (12) dysponuje 78,4% światowych aktywów SWF, co stanowi 4,1 bln USD spośród 5,3 bln USD. Tworzą je fundusze, z których każdy ma wartość aktywów wyższą niż 100 mld USD. Aż 52,9% funduszy biorąc ilościowo (37 SWF) ma tylko



6,1% aktywów, a każdy z nich ma wartość aktywów poniżej 10 mld USD. Wykazana w tabeli 3 liczba 36 największych światowych funduszy „obejmuje” 93,8% wartości aktywów SWF.

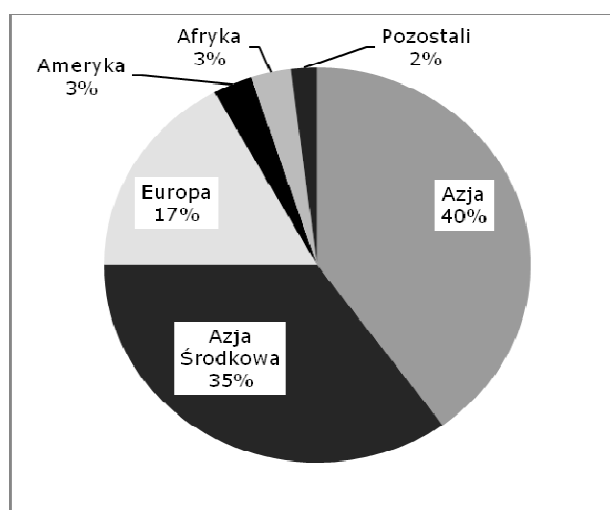
**Tabela 3. Największe długoterminowe fundusze SWF**

Lp.	Kraj	Nazwa funduszu	Aktywa w bln USD	Rok powstania	Pochodzenie
1	ZEA – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	ropa
2	Norwegia	Government Pension Fund - Global	611	1990	ropa
3	Chiny	SAFE Investment Company	567,9	1997	niesurowcowe
4	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	532,8	bd	ropa
5	Chiny	China Investment Corporation	439,6	2007	niesurowcowe
6	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	296	1953	ropa
7	Chiny – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,3	1993	niesurowcowe
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	247,5	1981	niesurowcowe
9	Singapur	Temasek Holdings	157,2	1974	niesurowcowe
10	Rosja	National Wealth Fund*	149,7	2008	ropa
11	China	National Social Security Fund	134,5	2000	niesurowcowe
12	Katar	Qatar Investment Authority	100	2005	ropa
13	Australia	Australian Future Fund	80	2006	niesurowcowe
14	ZEA – Dubai	Investment Corporation of Dubai	70	2006	ropa
15	Libia	Libyan Investment Authority	65	2006	ropa
16	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	58,2	2000	ropa
17	ZEA – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	58	1984	ropa
18	Algieria	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	ropa
19	ZEA – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	48,2	2002	ropa
20	Korea Połud.	Korea Investment Corporation	43	2005	niesurowcowe
21	US – Alaska	Alaska Permanent Fund	40,3	1976	ropa
22	Malezja	Khazanah Nasional	36,8	1993	niesurowcowe

Lp.	Kraj	Nazwa funduszu	Aktywa w bln USD	Rok powstania	Pochodzenie
23	Azerbejdżan	State Oil Fund	30,2	1999	ropa
24	Irlandia	National Pensions Reserve Fund	30	2001	niesurowcowe
25	Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983	ropa
26	Francja	Strategic Investment Fund	28	2008	niesurowcowe
27	USA – Texas	Texas Permanent School Fund	24,4	1854	Oil & Other
28	Iran	Oil Stabilisation Fund	23	1999	ropa
29	Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	15,9	2003	niesurowcowe
30	Kanada	Alberta's Heritage Fund	15,1	1976	ropa
31	Chile	Social & Economic Stablization Fund	15	2007	miedź
32	US – New Mexico	New Mexico State Investment Council	14,3	1958	niesurowcowe
33	Brazylia	Sovereign Fund of Brazil	11,3	2008	niesurowcowe
34	East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	9,9	2005	ropa i gaz
35	Bahrajn	Mumtalakat Holdings	9,1	2006	niesurowcowe
36	Oman	State General Reserve Fund	8,2	1980	ropa i gaz
		Razem	4977,1		

Źródło: <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#ixzz2PhcqXsTw>. (pobrano 3.03.2013).

W pierwszej dziesiątce 10-tce są 4 fundusze chińskie = 28,3% (1,42 bln USD), są to fundusze niesurowcowe (źródłem są dodatnie salda bilansu płatniczego). Podkreślenia wymaga fakt, że 32% aktywów wymienionej grupy należy do krajów grupy BRIC, głównie za sprawą Chin, które w tej grupie mają 89,9% aktywów, 9,4% aktywów należącej do grupy BRIC ma rosyjski fundusz National Wealth Fund, zaś 0,7% brazylijski Sovereign Fund of Brazil. Patrząc na regionalne pochodzenie funduszy należy podkreślić, iż mamy do czynienia z peryferyjną pozycją obu Ameryk i Afryki, ograniczoną Europę (gdyby nie norweski fundusz Government Pension Fund - Global, który obejmuje 92% funduszy regionu Europy, udział Europy w światowych SWF wyniósłby zaledwie 4,2%), natomiast w strukturze światowych SWF dominują kraje Azji (40%) i Azji Środkowej (35%). Regionalną strukturą SWF po względem pochodzenia przedstawia wykres 2.

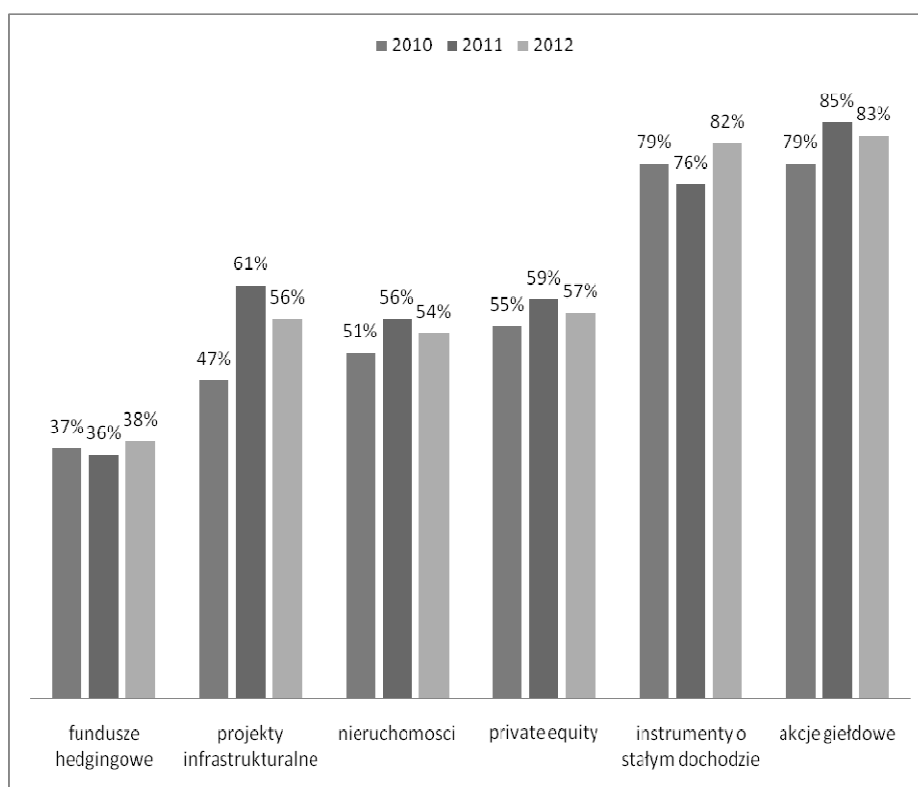
**Wykres 2. Regionalna struktura SWF w 2012 roku**

Źródło: Jak w wykresie 1.

Spośród azjatyckich funduszy, głównie chińskich ma pochodzenie niesurowcowe, tylko 4,4% to fundusze surowcowe (Kazachstan, Azerbejdżan). W przypadku Azji Środkowej 92% to fundusze pochodzenia surowcowego.

### 3. Kierunki inwestycji SWF

Fundusze inwestują głównie w płynne aktywa w dojrzałych rynkowo krajach tj. w akcje notowane na giełdach rynków rozwiniętych i rozwijających się, w aktywa wysokiego ryzyka, fundusze private equity, fundusze hedgingowe oraz instrumenty o stałym dochodzie i nieruchomości. Strategie inwestycyjne SWF cechuje preferowanie aktywów wysokiej jakości dających potencjalnie duży zwrot. Inwestycje mają zewnętrzny charakter, co nie powoduje wahań kursu walutowego kraju pochodzenia. Wg szacunków odsetek SWF inwestowanych w każdej klasie aktywów przedstawia wykres 3.

**Wykres 3.** Odsetek SWF inwestowanie w każdej klasie aktywów

Źródło: The 2012 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, A comprehensive guide to sovereign wealth funds. <http://www.preqin.com/item/2012-preqin-sovereign-wealth-fund-review/0/4985>.

Tylko 125 mld USD (<5% wartości) to bezpośrednie inwestycje zagraniczne (typu greenfield lub nabycie firm), co stanowi mniej niż 1% globalnego BIZ. Fundusze ulokowały w krajach wysokorozwiniętych 67,4% BIZ typu greenfield, podczas gdy w 2005 roku udział ten wynosił w 51,3%. Szczególnie wysoka zmiana udziału dotyczy USA (tabela 4). Gdyby spojrzeć na strukturę sektora tych inwestycji można zauważyć, iż w wartości bezpośrednich inwestycji SWF wzrósł udział sektora usług z 61,7% (2005r.) do 65,2% (2011r.), zmalał udział sektorów rolniczego i przemysłowego. Średnioroczne BIZ w sektorze usług w latach 2005-2011 miały wartość 12,4 mld USD, w sektorze przemysłowym 4,8 mld USD, zaś w sektorze rolniczym 1,8 mld USD. To oznacza dynamikę w tym okresie w sektorze I i II na poziomie 1000%, zaś nakłady w sekto-

rze III wzrosły 11,8-krotnie, przy czym w niektórych subsektorach usług dynamika była jeszcze wyższa (transport – 44-krotny wzrost nakładów)<sup>12</sup>.

**Tabela 4. Struktura BIZ dokonywanych przez SWF w latach 2005-2011**

Grupa krajów	Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Zmiana udziałów
	Świat ogółem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	1,00
A	Kraje wysokorozwinięte	51,3%	66,2%	67,0%	60,8%	66,3%	67,3%	67,4%	1,31
	Europa	39,3%	49,7%	44,8%	37,1%	41,8%	39,6%	42,4%	1,08
	USA	1,1%	10,1%	14,6%	16,2%	11,1%	11,3%	11,2%	10,03
B	Kraje rozwijające się	48,7%	33,8%	32,6%	37,3%	31,3%	29,3%	28,7%	0,59
	Afryka	8,0%	4,7%	3,3%	12,0%	8,1%	8,4%	9,1%	1,13
	Ameryka Łacińska	2,0%	1,2%	2,9%	1,9%	1,4%	1,6%	2,5%	1,22
	Azja Połud.-Wschodnia	38,2%	10,1%	14,6%	16,2%	11,1%	11,3%	11,2%	0,29
C	Pozostałe	0,0%	0,0%	0,4%	1,9%	2,3%	3,4%	3,9%	9,89

Źródło: UNCTAD, *World Investment Report 2012*, op.cit., s. 14. Obliczenia własne.

Porównanie SWF z innymi funduszami inwestycyjnymi pozwala zauważyć różnice w celach, przejrzystości, bezpieczeństwie inwestowania. Długoterminowa efektywność inwestycyjna SWF połączona jest z realizacją strategicznych interesów politycznych lub społecznych, podczas gdy dla przykładu, fundusze emerytalne mają na celu inwestowanie i zapewnienie bezpieczeństwa lokat przez dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Fundusze inwestycyjne mają na celu maksymalizację aktywów poprzez wzrost wartości lokat, zachowanie płynności, przejrzystości, bezpieczeństwo inwestycji. SWF zorientowane długoterminowo, reprezentują odważniejsze podejście do inwestycji, przy większym ryzyku płynności, agresywniej inwestują. Dobrym dowodem na to jest porównanie indeksu inwestycji strategicznych SWF z indeksami wybranej grupy 500 wiodących emitentów giełdowych na giełdzie w USA w latach 2008-2010. Wynika z tego bardziej agresywna polityka inwestycyjna tych pierwszych, szczególnie wyraźnie widać to w okresie kryzysu w 2008-2009<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> UNCTAD, *World Investment Report 2012, Towards a New Generation of Investment Policies*, New York and Geneva, 2012.

<sup>13</sup> Zob. P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej Część I. Definicja, klasyfikacja*, „Studia i prace Kolegium Zarządzania i i Finansów”, Zeszyt Naukowy 112, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2011, s. 92.

Tabela 5. Strategie inwestycyjne wybranych SWF (wg stanu w 2009 roku)

Kraj	Fundusz	Aktywa w mld USD	Rok powstania	Źródło	Struktura aktywów	Geograficzna struktura inwestycji
Kuwejt	(KIA) Kuwait Investment Authority	295,0	1953	S <sup>1</sup>	Akcje 55-65% Obligacje 8-12% Nieruchomości 8-12% Instrumenty inne 3-7% Gotówka 3%	USA Europa 76-86% Japonia 13-17% Rynki wschodzące 4-6%
Norwegia	(GPF) Government Pension Fund-Global	464,7	1990	S	Akcja 62,6% Obligacje 37,4%	Europa 52%
Chiny	(CIC) China Investment Corporation	297,5	2007	NS	Instrumenty długoterminowe 57,5% Gotówka i depozyty bankowe 16,5%	Globalne >50% Krajowe inwestycje <50%
ZEA	(ADIA) Abu Dhabi Investment Authority	395	1976	S	Akcje 45-55% Obligacje 5-10% Nieruchomości 2-8%	USA 35-50% Europa 25-35% Azja 10-20% Rynki wschodzące 15-25%
Singapur	(GSIC) Government of Singapore Investment Corporation	179	181	NS	Akcje - 28% Obligacje 19% Nieruchomości 12% Infrastruktura 11%	USA 38% Japonia 11% Korea, Tajwan 10%

S – surowcowe, NS – niesurowcowe.

Źródło: Back on Course, *Sovereign Wealth Fund Activity 2009*, SWF Annual Report 2009, op.cit., s. 75 i nast.

O ekspansywnym rozwoju SWF może świadczyć porównanie wartości aktywów wymienionych w momencie ich powstania z wartościami w 2012 roku w mld USD. Fundusz CIC (297,5; 439,6), ZEA (395; 627), GSIC (179; 247,5), GPF (464,7; 611).

#### 4. Spór wokół roli inwestycji SWF w okresie kryzysu 2007-2008

Trudno ocenić rolę SWF w okresie kryzysu finansowego. Z jednej strony nie brak głosów mówiących, iż nadwyżki pieniądza pochodzące z krajów naftowych i największych światowych eksporterów w postaci funduszy majątku państwowego zwiększały popyt na nieruchomości, akcje notowane na giełdach rynków rozwiniętych, fundusze private equity, fundusze hedgingowe przyczyniły się do powiększania bańki spekulacyjnej. Z drugiej strony SWF w latach 2007-2008 zainwestowały ponad 43 mld USD w sektor bankowy, co wzmacniało ich płynność w tym trudnym okresie (tabela 6).

**Tabela 6. Inwestycje SWF w sektor bankowy w latach 2007-2008**

Fundusz	Bank	Data	Wartość w mld USD
ADIA Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	2007-10-27	7,5
CIC China Investment Corporation	Morgan Stanley	2007-10-19	5,0
GIC Government of Singapore Investment Corporation	UBS	2007-10-10	9,7
GIC Government of Singapore Investment Corporation	City Group	2008-01-10	6,8
KIA Kuwait Investment Authority	Citigroup	2008-01-15	3,0
KIA Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	2008-01-15	2,0
KIC Korea Investment Corporation	Merrill Lynch	2008-01-15	2,0
Qia Qatar Investment Authority	Credit Suisse	2008-01-22	0,5
Tomasek	Merrill Lynch	2007-12-24	4,4
Tomasek	Merrill Lynch	2007-12-24	0,6
Niezidentyfikowany	UBS	2007-12-10	1,8
Razem			43,3

Źródło: D. G. Fernandez, B. Eschweiler, *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, JPMorgan Research, 22 May 2008.

W wyniku tych inwestycji udział SWF w aktywach Citigroup w marcu 2008 roku wyniósł 15,9%, (ADIA – ZEA, GIC – Singapur, KIA-Kuwejt) w Merrill Lynch ponad 6% (Tomasek-Singapur, KIA – Kuwejt), Morgan Stanley 2,27% (CIC-Chiny), Blackstone 5,44% (CIC-Chiny).

Do 2008 roku największe fundusze działały w sprzyjającym środowisku boomu gospodarczego, kryzys przyhamował wprawdzie wzrost aktywów funduszy, jednak kolejne lata pokryzysowe przyniosły ponowne ich zwiększenie i wzrost aktywności inwestycyjnej. W listopadzie 2012 roku 36% kapitalizacji włoskiej giełdy stanowiły inwestycje funduszy majątkowych. W 2012 roku in-

westyce SWF we Włoszech sięgały 1,5 mld euro, podczas gdy rok wcześniej wynosiły trzy razy mniej, czyli wyniosły 500 mln euro. Najprawdopodobniej za tymi danymi kryją się zarówno inwestycje zagranicznych funduszy, jak i również włoskiej państwowej agencji inwestycyjnej<sup>14</sup>.

O ile ostatnie duże transakcje, w których SWF kupowały udziały w europejskich i amerykańskich bankach miały miejsce pod koniec ostatniej dekady, w najtrudniejszym okresie amerykańskiego kryzysu nieruchomościowego, to ostatnie dwa lata przynoszą ponownie większą aktywność SWF w sektorze bankowym. Przykładem może być szwajcarski bank Credit Suisse, który został zasilony kapitałowo przez singapurski fundusz Temasek Holdings w 2011 roku. Pod koniec ubiegłego roku według nieoficjalnych informacji rząd brytyjski negocjował z państwowym funduszem majątkowym z ZEA (fundusz Abu Dhabi Investment Authority) sprzedaż ponad 1/3 swoich udziałów w Royal Bank of Scotland.

Kolejnym przykładem aktywności funduszy jest sektor naftowy i inwestycja Qatar Investment Authority (QIA) polegająca na zakupie udziałów w francuskiej spółce naftowej TOTAL SA, zwiększając tym samym swoje udziały w spółce do 3%.

Aktywność inwestycyjna funduszy w ostatnich latach obserwowana jest również w krajach obfitych w surowce, w tym w krajach rozwijających się, krajach afrykańskich<sup>15</sup>, co można uzasadnić zapewnieniem krajom-inwestorom, właścicielom funduszy dostępu do zasobów strategicznych i nowych rynków. Inwestycje w Afryce pochodzą głównie z krajów Zatoki Perskiej (Dubai, Katar) i Afryki Północnej (Libia), co jest spowodowane po części także bliskością. Fundusze z Azji, to głównie chiński -Afryka Development Fund. Choć rośnie liczba inwestycji SWF w Afryce, to łączna wartość pozostaje stosunkowo niewielka. Fundusze azjatyckie inwestowały głównie we wschodzących gospodarkach Azji.

Wzrost roli SWF na międzynarodowym rynku finansowym i fakt, że aktywnie inwestowały w światowy sektor bankowy wywołał dyskusję na temat transparentności działania tych podmiotów. Jedynie fundusze pochodzące z krajów rozwiniętych dostarczają szczegółowych danych na temat ich wielkości, portfela inwestycyjnego oraz publikują coroczne raporty finansowe. Fundusze z krajów Bliskiego Wschodu i Azji udostępniają szacunkowe dane. Brak informacji o ich działalności budzi obawy dotyczące destabilizacji rynków finansowych, także obawy wykorzystania ich do innych celów niż finansowe (naciski

---

<sup>14</sup> <http://www.sovereignwealthfunds.pl> (pobrano 20.04.2012).

<sup>15</sup> Turkisch E., *Sovereign Wealth Funds as Investors in Africa: Opportunities and Barriers*, OECD Development Centre Working Paper No. 303 DEV/DOC(2011)11.



polityczne)<sup>16</sup>. Dał temu wyraz także Parlament Europejski w 2008 roku ogłaszając w tej sprawie rezolucję<sup>17</sup>. Czytamy w niej, iż fundusze majątku państwowego „...nie powodowały dotychczas żadnych zakłóceń na rynkach kapitałowych, ale ich struktura, wielkość i gwałtowny rozwój wymagają dogłębnej analizy, jeżeli chodzi o ich rolę i znaczenie” (p.1) i dalej w p. 2 czytamy, że KE „wyraża zaniepokojenie, że ewentualny brak przejrzystości w niektórych państwowych funduszach majątkowych może uniemożliwić dokładne poznanie struktur i celów funduszy; domaga się, aby Komisja podkreśliła, że przejrzystość i udostępnianie informacji są podstawowymi zasadami tworzenia prawdziwie równych warunków dla wszystkich podmiotów i sprawnego funkcjonowania rynków w ogóle”<sup>18</sup>.

Ta duża wrażliwość na działania SWF w krajach wysoko rozwiniętych sprawiła, iż dla zapewnienia przejrzystości zarządzania w tym sektorze podjęto odpowiednie regulacje, które dotyczyły stworzenia ram działalności państwowych funduszy majątkowych. Mowa tutaj o tzw. zasadach Santiago<sup>19</sup>. Przyczyniło się to do większej transparentności działania funduszy, co związane było także z dużymi inwestycjami w sektory finansów, także strategiczne sektory paliwowe.

### **5. Rola SWF w kształtowaniu polityki wewnętrznej krajów-właścicieli funduszy i zagrożenia globalne**

Rosnąca wartość funduszy, sposób ich tworzenia i przeznaczenia, polityka inwestycyjna, sektory inwestycji, każe postawić pytanie o konsekwencje działalności SWF w krajach-właścicielach funduszy, jak i krajach gdzie są one inwe-

---

<sup>16</sup> Fundusze norweski, australijski, singapurskie mają wskaźnik transparentności 10 (w skali 1-10), chińskie, arabskie 4-6 cyt za: <http://www.gfmag.com/tools/global-database/op.cit>.

<sup>17</sup> Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2008 r. w sprawie państwowych funduszy majątkowych (P6\_TA(2008)0355).

<sup>18</sup> Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2008 r. op.cit.

<sup>19</sup> Zasady Santiago opublikowane 11 października 2008 roku w stolicy Chile, Santiago *Powszechnie Przyjęte Zasady i Praktyki (Generally Accepted Principles and Practices)*. 6 kwietnia XXX członkowie Międzynarodowej Grupy Roboczej Państwowych Funduszy Majątkowych (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) powołali na spotkaniu w Kuwejcie Międzynarodowe Forum Państwowych Funduszy Majątkowych (International Forum of Sovereign Wealth Funds). Dokument ten określany jest jako *Deklaracja Kuwejcka (Kuwait Declaration)*. Lista 26 członków IAG-SWF: Australia, Azerbejdżan, Bahrajn, Botswana, Kanada, Chile, Chiny, Gwinea Równikowa, Iran, Irlandia, Korea Południowa, Kuwejt, Libia, Meksyk, Nowa Zelandia, Norwegia, Katar, Rosja, Singapur, Timor Wschodni, Trynidad i Tobago, Zjednoczone Emiraty Arabskie, i Stany Zjednoczone. Oman, Arabia Saudyjska, Wietnam, OECD i Bank Światowy, uczestniczyć w charakterze stałych obserwatorów.

stowane. Dyskusja o roli funduszy koncentruje się wokół kilku kwestii. W pierwszej kolejności chodzi o makroekonomiczne skutki w kraju gdzie są one lokowane, jak i w krajach będących właścicielami funduszy. SWF powołane zostały do realizacji różnych celów makroekonomicznych (stabilizacyjne, oszczędnościowe, rezerwowe, rozwojowe) są inwestowane długoterminowo za granicą. Mają coraz większe znaczenia w międzynarodowym systemie walutowym i finansowym. SWF dają różne korzyści gospodarcze i finansowe dla krajów, które je tworzą, pozwalają stabilizować wpływy ze sprzedaży zasobów i przyczyniać się do zmniejszenia amplitudy cykli napędzanych przez zmiany cen na światowych rynkach surowcowych i eksportowych towarów. Pozwalają także na większą dywersyfikację portfela i potencjalnie dają większy zwrot na inwestycjach, umożliwiając tworzenie oszczędności i rezerw z myślą o przyszłych pokoleniach (emerytalne). Jednakże wielkość aktywów SWF i stopy zwrotu jakie one generują mogą mieć znaczący wpływ na finanse publiczne, zasoby pieniężne, bilans płatniczy danego kraju. Mogą wpłynąć także na wzrost sektora publicznego, co może nieść ze sobą konsekwencje dla sektora prywatnego (wypychanie). Mówiąc o makroekonomicznych skutkach działania SWF trzeba zwrócić uwagę na co najmniej trzy obszary polityki makroekonomicznej: polityka fiskalna, polityka pieniężna, skutki dla bilansu i zewnętrznej stabilności<sup>20</sup>. SWF mogą być użytecznym narzędziem polityki fiskalnej pod warunkiem, że jest ona dobrze zintegrowana z ogólną polityką budżetową. Mogą one ułatwiać realizację długoterminowych celów (np. związanych z realizacją polityki emerytalnej), ale gdy są one źle zarządzane, szczególnie fundusze o sztywnych zasadach inwestowania, mogą stwarzać ryzyko dla finansów publicznych. Państwo, władze fiskalne, będąc właścicielem funduszu, gdy ten generuje straty ma w nich bezpośredni udział.

W przypadku polityki pieniężnej działania SWF poprzez inwestycje za granicą, a następnie transfer zysków do kraju mogą mieć wpływ na kurs wymiany waluty. Znaczna zamiana zagranicznych aktywów w aktywa krajowe może wymagać interwencji sterylizacyjnych władz monetarnych. Ponadto, inwestycje w krajowe aktywa na ogół wywołują dodatkowy popyt, tym samym wzrost cen aktywów, przyczyniając się do baniek spekulacyjnych, co może skomplikować politykę pieniężną. Fundusze stabilizacyjne tworzone w celu ochrony budżetu przed skutkami wahań cen tych surowców, które służą krótko- i średnioterminowym celom mają w swoich strategiach inwestowania zwykle bardziej konserwatywne podejście do alokacji zasobów, stosując krótsze horyzonty inwestycyjne i niskie profile ryzyka i zysku. Szczególnie ważne dla krajów o swoistej monokulturze eksportowej (ropa), co przy braku takich funduszy rodziłoby niebezpieczeństwo „holenderskiej choroby” i osłabienia długofalowego potencjału gospodarki. SWF o długoterminowych celach charakteryzują się wyższym ryzykiem inwesto-

---

<sup>20</sup> Bernstein S., J. Lerner, and A. Schoar, *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, "Journal of Economic Perspectives" – Volume 27, Number 2 – Spring 2013.

wania, mając na uwadze generowania większych zysków w dłuższym horyzoncie czasu. Zatem, kluczowym jest powiązanie celu funduszu, sposobu jego inwestowania z celami gospodarki. SWF mogą być dobrym instrumentem dla krajów o wysokiej zmienności dochodów publicznych, aby zapewnić stabilny poziom wpływów pieniężnych oraz zapewnienia środków na długoterminowe inwestycje.

Kolejny problem dotyczy konsekwencji działania SWF dla globalnej stabilności finansowej i rynków. Pytanie czy fundusze mogą odgrywać stabilizującą rolę na światowych rynkach finansowych? Wydaje się, że trudno o jednoznacznie pozytywną odpowiedź. Z jednej strony SWF jako długoterminowi inwestorzy są w stanie, nawet wbrew rynkowym trendom, być na danym rynku w czasie dekonjunkury. Duże fundusze mogą realizować swoje cele stopniowo poprzez mechanizm realokacji portfela, tym samym redukując negatywny wpływ cen na swoje transakcje. Inwestorzy ci zwiększają globalną bazę rynku, jego wielkość, przyczyniając się do większej efektywności rynku. Z drugiej zaś strony, chociaż SWF wydają się być siłą stabilizującą rynki, to ze względu na ich rozmiar, strukturę własnościową, strategie inwestycyjne mogą one spowodować zmienność na rynkach finansowych. Szczególnie, gdy ich działania nie są transparentne. SWF jak każdy inwestor -instytucjonalny mają potencjał do zakłóceń na rynku wpływając na względne wyceny aktywów lokowanych w poszczególnych sektorach i rynkach szczególnie w krajach o małych i płytkich rynkach. Te kraje muszą brać pod uwagę, jak zarządzane są te fundusze i jak ich kapitał wpływa na rynek, bowiem ryzykowne strategie inwestycyjne SWF mogą wzmacniać cykliczność rynku, a nie stabilizować go. I wreszcie zaangażowanie funduszy w sektor finansowy może skomplikować wysiłki banku centralnego danego kraju w zakresie zarządzania rynkiem pieniężnym w sytuacji kryzysu.

Mówiąc o zagrożeniach na rynkach krajów trzecich należy podkreślić, iż wynikają one po pierwsze z możliwości ingerowania właścicieli funduszy (państwa) w strategię danego funduszu, kierując się obok efektywności danego funduszu, także celami politycznymi (inwestowanie w zasoby strategicznych surowców). Po drugie, ze względu na dużą akumulację rezerw międzynarodowych mają możliwość stosowania agresywnej polityki inwestycyjnej, a także wpływania na finansowanie deficytów budżetowych państw przez wykup obligacji skarbowych, bowiem w strategii inwestowania obligacje i bony skarbowe należą do najbardziej atrakcyjnych. Na rynku pojawiają się nowi globalni wierzyciele lub bardziej zaangażowani finansowo wierzyciele i coraz bardziej zagrożający się dłużnicy. Dobrym przykładem są tutaj Chiny i Stany Zjednoczone. USA od wielu lat notują ujemne saldo obrotów bieżących (w 2012 roku – 487,2 mld USD), ogromny deficyt budżetowy, zadłużenie zagraniczne tego kraju wynosi 14,7 bln USD (przy 14,6 bln USD wartości PKB)<sup>21</sup>, Chiny zaś mają ogrom-

---

<sup>21</sup> The World Factbook 2012, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook>.

ne nadwyżki (zob. także tabela 2), na koniec 2012 roku wartość obligacji amerykańskich zakupionych przez ten kraj wyniosła 1,26 bln USD<sup>22</sup>. Po trzecie, SWF mają coraz większy udział w bankach amerykańskich i europejskich. Pytanie jakie można postawić, jest czy tendencja ta będzie się pogłębiać wobec prognozowanego wzrostu wartości aktywów? Czy wpłynie to na stabilizację czy rozchwianie światowego rynku finansowego? Ocena roli w poprzednim kryzysie finansowym 2007/2008 nie jest jednoznaczna.

Według E. Trumana<sup>23</sup> działania SWF mogą budzić obawy w pięciu obszarach: (1) niegospodarności inwestycji przez SWF z gospodarczą i finansową szkodą dla kraju właściciela funduszu, (2) dążenie do celów politycznych i ekonomicznych poprzez SWF, (3) nasilenie protekcjonizmu finansowego, które mogą być inspirowane przez rzeczywiste lub wyimaginowane zagrożenia ze strony SWF, (4) zawirowania na rynkach finansowych i niepewności związanej z działalnością SWF, (5) konflikty między państwami z SWF i krajami, w których one inwestują np. w aspekcie realizacji polityki regulacyjnej.

## 6. Uwagi końcowe

Z rozważań wynikają następujące konstatacje:

1. Ekspansywny rozwój funduszy majątku państwowego po 1999 roku oraz ich rola w okresie kryzysu finansowego w 2007-2008 wywołała ożywioną dyskusję, skłoniła do postawienia szeregu pytań o istotę funduszy, ich genezę, zmiany struktury.
2. Fakt, iż większość z nich pochodzi z krajów wschodzących mających nadwyżki w bilansie obrotów bieżących oraz z krajów – eksporterów surowców, to każe to postawić pytanie o ich wpływ na przyszłe światowe rynki finansowe oraz o przyszłe relacje pomiędzy krajami – globalnymi dłużnikami i wierzycielami.
3. Charakterystyczną cechą funduszy jest dynamiczny wzrost ich sumy globalnych aktywów (6,4-krotny wzrost w latach 1999-2012), zmiana struktury (rośnie udział funduszy tworzonych z nadwyżek z eksportu, maleje udział funduszy surowcowych). Można oczekiwać dalszego zwiększania wartości aktywów biorąc pod uwagę cele i strategię inwestowania SWF.
4. Jakkolwiek na świecie działa około 70 funduszy majątku państwowego, to zaledwie 12 SWF obejmuje 78,4% aktywów, 40% SWF pochodzi z Azji, 35% z Azji Środkowej.

---

<sup>22</sup> *Chiny znowu kochają amerykańskie obligacje*, Rzeczpospolita, 2.04.2013 (pobrano 30.06.2013).

<sup>23</sup> Truman E. M., *Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation?* Peterson Institute for International Economics. Washington DC 2010.

5. Co do roli SWF na globalnym rynku finansowym, to brak jednoznacznej odpowiedzi jak wpływają na te rynki. Z jednej strony SWF jako długoterminowi inwestorzy nawet wbrew rynkowym trendom są w stanie redukować negatywny wpływ dekonjunktury (cel długoterminowy). Z drugiej zaś strony, ze względu na ich rozmiar, strukturę własnościową, strategie inwestycyjne mogą one spowodować zmienność na rynkach finansowych, szczególnie gdy ich działania nie są transparentne.
6. SWF mają potencjał do zakłóceń na rynku wpływając na względne wyceny aktywów lokowanych w poszczególnych sektorach i rynkach szczególnie w krajach o małych i płytkich rynkach. Ponadto, istnieją możliwości ingerowania właścicieli funduszy (państwa) w strategię danego funduszu, kierując się obok efektywności danego funduszu, także celami politycznymi (inwestowanie w zasoby strategicznych surowców). SWF mogą realizować cele polityczne i ekonomiczne ze szkodą dla kraju właściciela funduszu. W krajach przyjmujących inwestycje mogą wywołać tendencje do nasilenia się protekcjonizmu finansowego, inspirowane przez rzeczywiste lub wyimaginowane zagrożenia ze strony SWF.

### Bibliografia

1. *Back on Course, Sovereign Wealth Fund Activity 2009*, SWF Annual Report 2009, Monitor Company Group, L.P. and FEEM 2010.
2. Bernstein S., J. Lerner, and A. Schoar, *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, "Journal of Economic Perspectives" – Volume 27, Number 2 – Spring 2013.
3. Braunstein J. *Sovereign, Wealth Funds: the emergence of state owned financial power brokers*, Wien, 2009.
4. *Chiny znowu kochają amerykańskie obligacje*, Rzeczpospolita, 2.04.2013 (pobrano 30.06.2013).
5. Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *A common European approach to Sovereign Wealth Funds* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/sovereign\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf), COM(2008) 115.
6. Fernandez D. G., B. Eschweiler, *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, JPMorgan Research, 22 May 2008.
7. <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#ixzz2PhcqXsTw>.
8. <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>.
9. <http://www.sovereignwealthfunds.pl>.

10. IMF, *Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies*, IMF Global Financial Stability Report, Washington DC 2007.
11. IMF, Global Financial Stability Report, APRIL 2012.
12. IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments In collaboration with other departments Approved by Mark Allen and Jaime Caruana, 2008.
13. Poulsen S., Lauge N. and Aisbett, Emma, *When the Claim Hits: Bilateral Investment Treaties and Bounded Rational Learning*. Crawford School Research Paper 2011, No. 5.
14. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2008 r. w sprawie państwowych funduszy majątkowych (P6\_TA(2008)0355).
15. The 2011 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, A comprehensive guide to all sovereign wealth funds -Sample Pages.
16. The World Factbook 2012, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.
17. Truman E. M., *Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation?* Peterson Institute for International Economics. Washington DC 2010.
18. Turkisch E., *Sovereign Wealth Funds as Investors in Africa: Opportunities and Barriers*, OECD Development Centre Working Paper No. 303 DEV/DOC(2011)11.
19. UNCTAD, *World Investment Report 2012, Towards a New Generation of Investment Policies*, New York and Geneva, 2012.
20. Wiśniewski P., *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej Część I. Definicja, klasyfikacja*, „Studia i prace Kolegium Zarządzania i i Finansów”, Zeszyt Naukowy 112, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2011.