

*Joanna Bogołębska\**

## **PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE (SOVEREIGN WEALTH FUNDS – SWF) JAKO PUBLICZNI INWESTORZY INSTYTUCJONALNI NA GLOBALNYM RYNKU FINANSOWYM**

### **1. WSTĘP**

Celem artykułu jest prezentacja funkcjonowania Państwowych Funduszy Majątkowych (SWF) jako ciekawej kategorii inwestorów instytucjonalnych operujących na globalnym rynku finansowym. SWF nie są nową jakością w gospodarce globalnej, lecz słabo rozpoznaną. W istocie, pierwsze SWF powstawały około 25 lat temu, zakładane przez kraje bogato wyposażone w surowce naturalne (tzw. SWF pierwszej generacji). Jednak w ostatnim czasie (od początku XXI w.) stały się istotną kategorią inwestorów zarówno ze względu na dynamiczny wzrost ich ilości, jak i wartości aktywów będących w ich posiadaniu (tzw. SWF drugiej generacji). Specyfika bilansu SWF, źródeł i celów funkcjonowania, a także strategii inwestycyjnych powoduje, że można traktować je jako pewną kategorię innowacji w globalnym środowisku finansowym.

### **2. ISTOTA I KLASYFIKACJE SWF**

Jako pierwszy, termin SWF „ukuł” A. Razanov w 2005 r., zwracając uwagę na fakt, że „nie są to tradycyjne państwowe fundusze emerytalne ani rezerwy walutowe służące ochronie kursu walutowego, ale odmienny typ podmiotu łączący obie powyższe cechy”<sup>1</sup>. Licznie formułowane od tego czasu definicje SWF koncentrują się na 3 fundamentalnych cechach SWF, nieco odmiennie akcentują poszczególne z nich:

- 1) Co było źródłem finansowym powstania SWF (rezerwy walutowe)?
- 2) Jakie kategorie aktywów utrzymują SWF (aktywa zagraniczne)?
- 3) Jak SWF są zarządzane (oddzielnie od rezerw walutowych)?

---

\* Dr, adiunkt, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Łódzki.

<sup>1</sup> A. Razanov, *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal”, XV, No. 4/2005.

J. Aizenman definiuje SWF jako „fundusze oszczędnościowe (*saving fund*) kontrolowane przez suwerenną władzę rządową, która utrzymuje i zarządza aktywami zagranicznymi”<sup>2</sup>.

Zgodnie z interpretacją MFW, SWF są to „specjalne fundusze inwestycyjne (*special investment funds*) tworzone lub będące w posiadaniu rządu w celu utrzymywania aktywów zagranicznych dla celów długookresowych”<sup>3</sup>.

Według definicji OECD, SWF są „instrumentami inwestycyjnymi będącymi w posiadaniu władzy rządowej, pochodzącymi z rezerw walutowych”<sup>4</sup>.

Zdaniem S. Mezzacapo, powyższe definicje są niepełne, gdyż nie uwzględniają niektórych funduszy (których zasady funkcjonowania nie mieszczą się w powyższych ramach), a klasyfikowanych jako SWF, np.:

- przypadku Korea Investment Corporation (KIK) oraz Hong Kong Monetary Authority (HKMA), które nie zarządzają rezerwami walutowymi w sposób całkowicie oddzielny od innych portfeli publicznych,
- przypadku Temasek, Khazanah (Malezja) oraz SASCA (Chiny), gdzie SWF albo nie są finansowane z aktywów zagranicznych, albo aktywa są inwestowane głównie na rynkach krajowych<sup>5</sup>.

Wydaje się zatem, że szeroka definicja SWF, zaproponowana przez EBC, lepiej oddaje istotę SWF. Zgodnie z definicją EBC, SWF są to „publiczne agencje inwestycyjne (*public investment agencies*), które zarządzają częścią (zagranicznych) aktywów państwowych”<sup>6</sup>.

Również Komisja Europejska stosuje szeroką definicję SWF. Definiuje SWF jako „będące w państwowym posiadaniu narzędzia inwestycyjne (*public investment vehicle*), które zarządzają zdywersyfikowanym portfelem krajowych i międzynarodowych aktywów finansowych. Ponadto, są one z reguły (ale niekoniecznie):

- złożone z zakumulowanych rezerw walutowych,
- zarządzane oddzielnie od rezerw walutowych (np. z większą akceptacją ryzyka dla osiągnięcia wyższej stopy zwrotu)”<sup>7</sup>.

Jak zauważa Mezzacapo, wspólną cechą odróżniającą SWF od innych instrumentów inwestycyjnych i inwestorów instytucjonalnych jest „ustrój własno-

---

<sup>2</sup> J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, SCIE/Department Working Paper, International Finance, 2008 (December).

<sup>3</sup> *Global Financial Stability Report*, IMF 2007 (October).

<sup>4</sup> *Report on Sovereign Wealth Funds and recipient country policies*, OECD Investment Committee, 2008 (4 April).

<sup>5</sup> S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, 378/ 2009 (April).

<sup>6</sup> R. Beck, M. Fidora, *The impact of Sovereign Wealth Funds on the global financial markets*, ECB Occasional Paper, No. 91/2008.

<sup>7</sup> 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*, COM (2008), 115 final, 27.2.2008, European Commission.

ściowy” (*property regime*). Cechą charakterystyczną SWF jest bowiem fakt, że są one:

- państwowe,
- zarządzane (bezpośrednio lub pośrednio) w interesie kraju dokonującego inwestycji<sup>8</sup>.

Szeroką definicję SWF zaproponowała także Międzynarodowa Grupa Robocza ds. SWF (International Working Group of SWFs-IWG-SWF), składająca się z 26 krajów członkowskich MFW, posiadających SWF. Formułując „Generalne zasady i praktyki SWF” (*Generally Accepted Principles and Practices – GAPP*), zwane także „Zasadami z Santiago” (*Santiago Principles*), zdefiniowała SWF jako „specjalnego przeznaczenia fundusze inwestycyjne lub porozumienia, będące w posiadaniu rządu centralnego. Tworzone przez rząd centralny dla realizacji celów makroekonomicznych, który utrzymuje, zarządza lub administruje aktywami dla osiągnięcia celów finansowych, stosując rozmaite strategie inwestycyjne, w tym inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe. SWF są z reguły tworzone z nadwyżek bilansu płatniczego i fiskalnych, operacji dewizowych, procesów prywatyzacyjnych, oraz/lub dochodów pochodzących z eksportu surowców”.

IWG-SWF definiuje SWF w drodze wykluczenia, w ten sposób z SWF wykluczone są:

- rezerwy walutowe utrzymywane przez władze monetarne dla celów bilansu płatniczego i polityki monetarnej,
- operacje przedsiębiorstw państwowych w tradycyjnym rozumieniu,
- narodowe fundusze emerytalne o umownych pasywach (pasywach zapewniających stały dopływ funduszy), chroniących je przed wykorzystaniem środków dla celów polityki makroekonomicznej,
- aktywa zarządzane dla korzyści podmiotów prywatnych,
- rządowe fundusze pożyczkowe (głównie krajowe fundusze),
- banki będące w posiadaniu państwa (np. narodowe banki rozwoju), działające raczej jako pośrednicy niż dla ogólnych celów gospodarczych.

Podkreślenie w definicji GAPP państwowego charakteru SWF jasno wyklucza, od strony operacyjnej i prawnej, z rozumienia SWF inne państwowe aktywa i źródła bogactwa (przede wszystkim rezerwy walutowe). Zdefiniowanie w bardzo szeroki sposób pasywów SWF powoduje, że SWF może zawierać aktywa rezerwowe, ale jednocześnie nie wszystkie rezerwy walutowe są zaliczane do SWF. Ponadto, definiowanie SWF w drodze wykluczenia jest o tyle racjonalne, że SWF stanowią heterogeniczny zbiór różnych rządowych porozumień inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia, są w różny sposób ustanowione od strony prawnej, i w różny sposób zarządzane.

Jak wskazuje Mezzacapo, zgodnie z definicją MFW oraz regulacjami rynku finansowego UE, SWF nie mieszczą się w kategorii funduszy inwestycyjnych,

<sup>8</sup> S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds...*

głównie ze względu na naturę ich pasywów. Zgodnie z *aquis communautaire*, SWF bliższe są pojęciu firma inwestycyjna niż fundusz inwestycyjny<sup>9</sup>.

Wydaje się, że ze względu na regulacyjną arbitralność poszczególnych krajów w definiowaniu SWF, nawet uzgodnienie spójnej, prawnej definicji SWF może nie być wystarczającym czynnikiem ułatwiającym analizę tych podmiotów.

Uznając różnorodność SWF, należałoby dokonać pogrupowania SWF ze względu na źródło pochodzenia funduszy (*source of wealth*) oraz cel (*policy objectives*).

Popularną metodą klasyfikacji SWF jest dokonanie rozróżnienia na surowcowe SWF (*commodity SWF*) versus niesurowcowe SWF (*non-commodity SWF*). Punktem wyjścia tej klasyfikacji jest rozróżnienie źródeł pochodzenia ich aktywów zagranicznych.

*Commodity SWF* są zakładane przez kraje będące eksporterami surowców naturalnych, najczęściej ropy naftowej i gazu (będące bezpośrednimi właścicielami *commodities* lub czerpiącymi dochody poprzez opodatkowanie). Szacunki wykazują, że około 2/3 całkowitych aktywów SWF pochodzi z wpływów z eksportu ropy i gazu. Do tej kategorii należą SWF ustanowione w krajach Zatoki Perskiej, Norwegii, Rosji (np. Norway Government Pension Funds). Są one zakładane dla realizacji różnych celów krajowych, m.in. stabilizowania dochodów fiskalnych, zarządzania międzypokoleniowymi oszczędnościami (*wealth sharing cross generations*), sterylizacji efektów wpływu nadwyżki bilansu płatniczego na krajową inflację.

*Non-commodity SWF* są zakładane w celu dokonania transferu (nadmiernie zakumulowanych) aktywów z oficjalnych aktywów rezerwowych (Chiny, inne kraje azjatyckie, np. GIC, KIC, HKMA Exchange Fund). SWF są wówczas „produktem ubocznym” (*by-product*) nadwyżek płatniczych, charakteryzującym się tym że władza rządowa chce przejąć kontrolę nad akumulowanymi aktywami zagranicznymi, głównie w celu zwiększenia rentowności z inwestycji.

Ze względu na cel i realizowaną politykę inwestycyjną, SWF można pogrupować, zgodnie z taksonomią MFW, na<sup>10</sup>:

- fundusze stabilizacyjne – ustanawiane przez kraje bogato wyposażone w surowce naturalne w celu izolowania budżetu i gospodarki od zmiennych cen surowców,
- fundusze oszczędnościowe – ustanawiane w celu podziału bogactwa między pokoleniami lub realizacji innych długookresowych celów (np. w celu uniknięcia efektów „zarazy holenderskiej”<sup>11</sup>),

<sup>9</sup> *Ibidem*.

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> Syndrom „zarazy holenderskiej” wynika z obaw, że nadmierny napływ waluty zagranicznej (np. w wyniku gwałtownego wzrostu cen eksportowanych *commodities*, pomocy zagranicznej lub bezpośrednich inwestycji zagranicznych) może zostać zamieniony na walutę krajową, wydaną następnie na towary krajowe niebędące przedmiotem wymiany międzynarodowej. Może to doprowadzić do realnej aprecjacji kursu walutowego, która, z kolei, może osłabić konkurencyjność krajowego eksportu (*spending effect*) oraz przekierować czynnik pracy i kapitału do sektorów doświadczających wzrostu krajowego popytu (*resource movement effect*).

Tabela 1. Klasyfikacja SWF

Źródło	Rok ustanowienia	Kraj	Cel ustanowienia			
			Stabilizacja makroekonomiczna	Oszczędzanie	Emerytalny fundusz rezerwow	Investowanie rezerw
1	2	3	4	5	6	7
Ropa naftowa i gaz	1953	Kuwejt	Kuwait Investment Authority, General Reserve Fund	Kuwait Investment Authority, Future Generations Fund		
	1976	Kanada		Alberta Heritage Savings Trust Fund		
	1976	Zjednoczone Emiraty Arabskie		Abu Dhabi Investment Authority		
	1976	USA		Alaska Permanent Fund		
	1980	Oman		State General Reserve Fund		
	1983	Brunei		Brunei Investment Agency		
	1996	Norwegia	Government Pension Fund-Global	Government Pension Fund-Global	Government Pension Fund-Global	
	1999	Azerbejżan	State Oil Fund	State Oil Fund		
	2000	Iran	Oil Stabilization Fund			
	2000	Meksyk	Oil Revenues Stabilization Fund			
	2000	Katar		Qatar Investment Authority		
	2000	Trinidad i Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Heritage and Stabilization Fund		
	2001	Kazachstan	National Fund			

Tabela 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7
	2002	Gwinea		Fund for Future Generations of Equatorial Guinea		
	2004	Sao Tome i Principe		National Oil Account		
	2005	Timor	Petroleum Fund	Petroleum Fund		
	2006	Bahrajn	The Future Generations Reserve Fund	The Future Generations Reserve Fund		
	2006	Libia		Libyan Investment Authority		
	2008	Rosja	Reserve Fund		National Wealth Fund	
Inne „Commodities”	1956	Kiribati		Kiribati Revenue Equalization Fund		
	1996	Botswana		Botswana Pula Fund		
	2006	Chile			Pension Reserve Fund	
	2007	Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)			
Nadwyżki fiskalne	1974	Singapur		Temasek		
	1981	Singapur				Government of Singapore Investment Corporation
	1993	Malezja		Khazanah Nasional BHD		
	2000	Irlandia			Ireland National Pensions Reserve Fund	

	2001	Nowa Zelandia				New Zealand Superannuation Fund	
	2004	Australia				Australia Future Fund	
	2005	Korea					Korea Investment Corporation
Rezerwy walutowe	1981	Singapur					Government of Singapore Investment Corporation
	2005	Korea					Korea Investment Corporation
	2007	Chiny					China Investment Corporation

Źródło: E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena”, Vol. 37, No. 3/2008.

- rezerwowe korporacje inwestycyjne – ustanawiane jako wydzielona prawnie jednostka dla redukcji kosztów utrzymywania rezerw walutowych lub prowadzenia polityki inwestycyjnej w celu zwiększenia stopy zwrotu z posiadanych aktywów. Często aktywa tych jednostek są nadal wliczane do rezerw walutowych,
- fundusze rozwojowe – ustanawiane w celu realizacji celów społeczno-ekonomicznych (np. rozwój infrastruktury),
- rezerwowe fundusze emerytalne – mające w bilansie wyspecyfikowane pasywa.

Zdecydowana większość SWF należy do dwóch pierwszych typów funduszy, stosunkowo niewiele funkcjonuje SWF pozostałych typów. Niektóre SWF realizują kilka celów, istnieją też kraje mające więcej niż jeden SWF realizujący kilka celów (Chile, Rosja, Singapur).

Poniższa tabela prezentuje SWF w podziale na źródło zasobów i realizowany cel strategiczny.

### 3. SKALA FUNKCJONOWANIA SWF I ICH WPLYW NA GLOBALNY SYSTEM FINANSOWY

Trudności z dokładną analizą pomiaru wartości aktywów w ramach SWF wynikają z niejasności, czy te „fundusze rządowe specjalnego przeznaczenia” (*special purpose government funds*)<sup>12</sup> mogą/i czy powinny być zawarte w statystykach rezerw walutowych. Jak zauważają E. Truman i A. Wong, linia podziału między rezerwami walutowymi banku centralnego a rządowymi inwestycjami w waluty obce jest arbitralna<sup>13</sup>.

Obecnie, kraje członkowskie MFW same decydują, czy wartość aktywów zakumulowanych w ramach SWF zawierać w rezerwach walutowych czy odrębnie, jako aktywa zagraniczne. W niektórych przypadkach, kraje nie podają żadnych statystyk odnośnie do wartości aktywów SWF. Według danych MFW, analiza 21 krajów posiadających SWF wykazuje, że 11 z nich wykazywało aktywa SWF w statystykach bilansu płatniczego lub międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Zgodnie z rekomendacją MFW, o tym, czy aktywa SWF należy zaliczać do rezerw walutowych, powinno decydować kryterium ich dostępności dla władzy monetarnej. Jeśli aktywa SWF są niedostępne dla realizacji celów polityki monetarnej, nie powinny być klasyfikowane jako rezerwy walutowe. Jednak, jak zauważa MFW, nawet jeśli aktywa są akumulowane w postaci „rządowego funduszu specjalnego przeznaczenia”, ale służą celom równoważenia bilansu płatniczego, są w istocie rezerwami walutowymi (pod warunkiem, że inne kryteria są spełnione, w tym

<sup>12</sup> Określenie używane przez MFW w roboczej wersji 6. Balance of Payment Manual.

<sup>13</sup> E. Truman, A. Wong, *The case for an international reserve diversification standard*, Institute for International Economics, Working Paper, 2006 (May).

możliwość dysponowania funduszami przez władzę monetarną). W pozostałych przypadkach, kiedy aktywa zagraniczne akumulowane w ramach „funduszu rządowego specjalnego przeznaczenia” nie spełniają kryteriów klasyfikujących je do rezerw walutowych, powinny być klasyfikowane na rachunku finansowym bilansu płatniczego oraz w Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej jako odrębnej kategorii i funkcji instrument<sup>14</sup>.

Brak dokładnych statystyk SWF wynika także z braku ich transparentności. Jak zauważa J. Aizenman, w przeciwieństwie do państwowych funduszy emerytalnych (Sovereign/National Pension Funds), SWF nie mają wyspecyfikowanych pasywów (lub ograniczone pasywa, lub pasywa o długiej zapadalności), a jedynym udziałowcem jest rząd (władza państwowa). Powoduje to, że na SWF ciąży mniejszy obowiązek transparentności co do struktury i strategii przeprowadzanych inwestycji<sup>15</sup>.

Według szacunków, aktywa SWF wynoszą między 3–3,5 trylionów USD<sup>16</sup>.

E. Alberola szacuje, że w 2007 r. aktywa zagraniczne zawarte w rezerwach i SWF stanowiły łącznie 15% globalnego PKB, 35% globalnych rządowych papierów wartościowych, 17% globalnych akcji oraz 5% globalnych aktywów finansowych. Rezerwy walutowe stanowiły 2/3 tej wielkości (11% globalnego PKB), zaś SWF pozostałość (4,5% globalnego PKB)<sup>17</sup>.

Interesującą perspektywą skali funkcjonowania SWF może być odniesienie ich aktywów do innych narzędzi globalnego inwestowania. Pod koniec 2008 r., aktywa będące w posiadaniu SWF były mniejsze od funduszy będących w zarządzaniu mutual funds, pension funds oraz firm ubezpieczeniowych, które wynosiły od 20 trylionów USD do 25 trylionów USD. Były także mniejsze od 7 trylionów USD rezerw walutowych banków centralnych. Według S. Mezzacapo w 2008 r. aktywa SWF stanowiły 50% globalnych aktywów rezerwowych. Stanowiły także 2% całkowitego rozmiaru rynków akcji i obligacji, ale wynosiły więcej niż aktywa znajdujące się w zarządzaniu funduszy hedgingowych i private equity groups<sup>18</sup>.

---

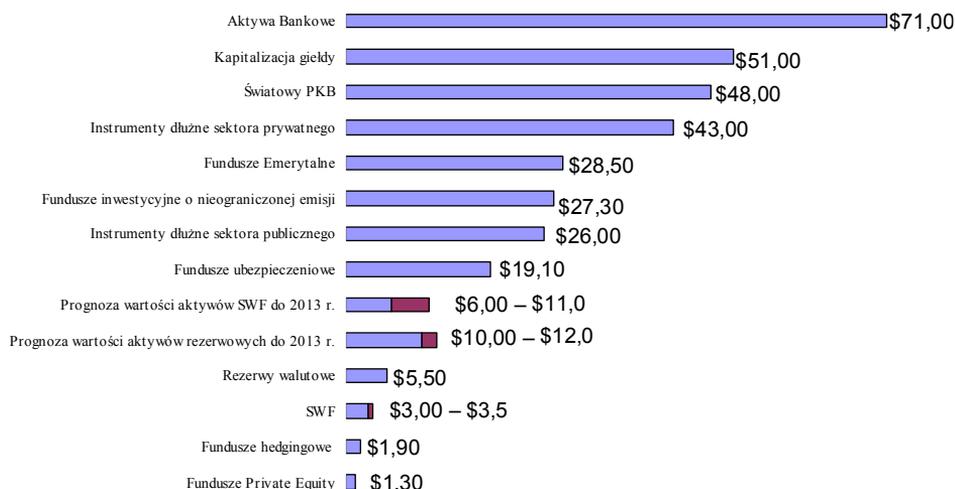
<sup>14</sup> Paragraf 6.94 roboczego tekstu 6. Balance of Payment Manual, MFW, za: S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds...*

<sup>15</sup> J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds...*

<sup>16</sup> *Ibidem*; S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds...* W swoich kalkulacjach autorzy ci opierają się na informacjach udostępnianych przez niektóre SWF, danych MFW i własnych szacunkach. Dane te dotyczą okresu sprzed gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej z pierwszej połowy 2008 r.

<sup>17</sup> E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena”, Vol. 37, No. 3/2008.

<sup>18</sup> M. Maslakovic, *Sovereign Wealth Funds, 2009*, International Financial Services of London, (IFSL), march. [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).



**Rysunek 1. Inwestorzy instytucjonalni i kategorie aktywów (w trl USD), dla porównania uwzględnione światowe PKB**

Źródło: Mezzacapo S., *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economic Papers, 378/2009 (April).

SWF charakteryzuje duża koncentracja aktywów, 6 największych funduszy posiada  $\frac{3}{4}$  całkowitych aktywów będących w posiadaniu SWF<sup>19</sup>. Z kolei Mezzacapo wykazuje, że 9 wiodących SWF zarządza aktywami o wartości przekraczającej 100 mld USD każdy, co łącznie stanowi 81% całkowitych aktywów SWF. Największy SWF, ADIA, posiada ponad  $\frac{1}{4}$  całkowitych aktywów<sup>20</sup>.

Szacunki wskazują, że w perspektywie długookresowej należy spodziewać się wzrostu skali znaczenia SWF, szczególnie należących do kategorii *non-commodity SWF*. Na wzrost SWF wpływać będą takie czynniki, jak:

- trendy w kształtowaniu się cen ropy i innych *commodities*,
- wzrost gospodarczy w krajach *emerging markets*, szczególnie w krajach azjatyckich,
- uporczywość nierównowag globalnych,
- polityka kursowa w skali międzynarodowej,
- polityka akumulacji rezerw walutowych,
- proces starzenia się społeczeństw i nieefektywność funkcjonowania publicznych systemów emerytalnych,
- restrykcje polityczne dotyczące inwestycji w ramach SWF i inne uwarunkowania polityczne,

<sup>19</sup> J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds...*

<sup>20</sup> Mezzacapo S., *The so-called Sovereign Wealth Fund...*

- kształtowanie się stóp zwrotu z inwestycji SWF,
- skutki kryzysu globalnego i załamania gospodarczego.

Ze względu na fakt, że SWF są szerokim zbiorem podmiotów realizujących różne cele i posiadających zasoby z różnych źródeł, ich strategie inwestycyjne są nieco rozbieżne<sup>21</sup>.

Niejednoznaczna jest także ocena wpływu SWF na globalne środowisko finansowe. Generalnie, SWF są postrzegane jako potencjalny stabilizator globalnych rynków finansowych. Wynika to z cech charakterystycznych dla SWF, w tym przede wszystkim długookresowego horyzontu inwestycji, mniejszego nacisku na płynność oraz braku explicite sformułowanych pasywów. Długookresowy horyzont inwestycji powoduje poszerzenie bazy potencjalnych inwestorów dla aktywów obarczonych większym ryzykiem, takich jak akcje, obligacje przedsiębiorstw, aktywa emitowane w krajach *emerging markets*, nieruchomości. Jednocześnie strategia inwestycyjna SWF, polegająca na zdywersyfikowaniu ryzyka i generowaniu wyższej stopy zwrotu niż tradycyjne zarządzanie rezerwami walutowymi, może spowodować spadek popytu na papiery skarbowe.

Ponadto, ponieważ inwestycje SWF są dokonywane głównie w oparciu o ocenę ryzyka i stopy zwrotu z inwestycji, SWF mogą przyczynić się do bardziej efektywnej alokacji i dywersyfikacji ryzyka w skali globalnej<sup>22</sup>. Szczególnie stabilizacyjną rolę SWF mogą odgrywać w okresach napięć na rynkach finansowych, dostarczając płynność w niepłynnych segmentach rynku<sup>23</sup>.

Z drugiej strony, istnieją obawy o wpływ inwestycji SWF na globalne rynki finansowe kanałem cen aktywów (np. ryzyko bąbli cen akcji i wzrostu ich zmienności) oraz możliwości realizacji polityki monetarnej i kursowej (na skutek spadku popytu na obligacje skarbowe).

#### 4. WNIOSKI I ZAKOŃCZENIE

Mimo że, odnosząc aktywa będące w posiadaniu SWF do aktywów będących w posiadaniu innych inwestorów instytucjonalnych, nie stanowią one dominującej siły na globalnym rynku finansowym, prognozowany jest wzrost znaczenia SWF.

---

<sup>21</sup> Np. Rezerwowa korporacja inwestycyjna musi uwzględniać w swojej strategii inwestycyjnej potencjalne reperkusje ryzyka bilansu płatniczego i w związku z tym utrzymywać część portfela w aktywach płynnych. Fundusze oszczędnościowe będą miały dłuższy horyzont inwestycyjny niż fundusze stabilizacyjne, będą zatem bardziej skłonne do ryzyka i inwestowania w niepłynne aktywa.

<sup>22</sup> Financial Stability Review, ECB, 2007 (December).

<sup>23</sup> Przykładem takiego działania była strategia realizowana w okresie 2000–2002 przez Norwegian Government Pension Fund polegająca na zakupach akcji, kiedy załamał się globalny rynek akcji. Podobnie, stabilizacyjną rolę odegrały SWF w czasie ostatniego globalnego kryzysu, poprzez rekaptalizowanie niektórych największych amerykańskich i europejskich banków komercyjnych i inwestycyjnych negatywnie dotkniętych zawirowaniami na rynkach finansowych.

Wzrost znaczenia może być wynikiem różnych czynników, szczególną uwagę przyciąga ponadoptimalna skala akumulacji rezerw walutowych. Dynamiczny wzrost aktywów SWF w krajach realizujących intensywną strategię akumulacji rezerw wynika z kosztów akumulacji rezerw i konieczności przenoszenia kapitału do przedsięwzięć stosujących bardziej agresywną strategię inwestycyjną.

#### LITERATURA

- Aizenman J., Glick R., *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, SCIE/Department Working Paper, International Finance, 2008 (December).
- Alberola E., Serena J., *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena”, Vol. 37, No. 3/2008.
- Beck R., Fidora M., *The impact of Sovereign Wealth Funds on the global financial markets*, ECB Occasional Paper, No. 91/2008.
- Global Financial Stability Report*, IMF, 2007 (October).
- Mezzacapo S., *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, 378/2009 (April).
- Razanov A., *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal”, XV, No. 4/2005.
- Report on Sovereign Wealth Funds and recipient country policies*, OECD Investment Committee, 2008 (4 April).
- Truman E., Wong A., *The case for an international reserve diversification standard*, Institute for International Economics, Working Paper, 2006 (May).

*Joanna Bogołębska*

#### SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS PUBLIC INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE GLOBAL FINANCIAL MARKETS

The aim of the article is to present the issue of Sovereign Wealth Funds (SWF), which experience nowadays a dynamic growth. SWF are differently classified, which – to a great extent – is due to their lack of transparency, as well as arbitrary treatment by particular countries. The growth of prices of commodities, balance of payments surpluses in Asian countries (mainly China), widening of global imbalances, may contribute to the growth of the number, as well as value of assets in their hands. The assessment of the influence of SWF on the global financial market is ambiguous, however, the dominant view treats the SWF as the stabilising force for the global finance, which was evident during the last financial crises.