

Jednocześnie kraje te są w pierwszej dziesiątce beneficjentów amerykańskiej pomocy do Afryki.

Strategię Stanów Zjednoczonych wobec Afryki, w tym dotyczącą pomocy rozwojowej, należy rozpatrywać w kontekście różnych aspektów bezpieczeństwa. Pomoc jest ściśle powiązana z polityką (terroryzm), czynnikami ekonomicznymi, rozwojem rynków energetycznych oraz geopolitycznymi zmianami w środowisku międzynarodowym¹⁰⁶.

* * *

Podsumowując powyższe rozważania na temat geoekonomicznego kontekstu pomocy rozwojowej, można stwierdzić, że nawet wstępne ich zarysowanie pokazuje ogromną złożoność oraz bogactwo tej problematyki. Wpisuje się ona w logikę i dynamikę zmian, jakie zachodzą w stosunkach międzynarodowych u progu drugiej dekady XXI wieku. Problematyka pomocy rozwojowej „zanurzona” jest w procesy globalizacji, ekonomizacji dyplomacji, redefinicji znaczenia pojęcia granicy i przetrzeni w stosunkach międzynarodowych. Następuje jednocześnie ewolucja roli i znaczenia pomocy rozwojowej w polityce zagranicznej państw. Pomoc rozwojowa jest integralną jej częścią, stając się ważnym narzędziem *soft power* w geoekonomicznej przestrzeni stosunków międzynarodowych.

KARINA JEDRZEJOWSKA

PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE

1. WSTĘP

Odnutowany w ostatnich dekadach wzrost liczby i wolumenu przepływów kapitału przekłada się na wzrost wartości aktywów państwowych. Posiadanie zasobów rezerw przewyższających bieżące potrzeby związane z oddziaływaniem na kurs walutowy i równoważeniem bilansu płatniczego stało się dla części państw przestanką do szukania bardziej rentownych lokat kapitału niż preferowane dotychczas papiery dłużne państw o wysokim ratingu. Realizację tego zadania wiele państw powierzyło specyficznym podmiotom, jakimi są państwowe fundusze majątkowe (*Sovereign Wealth Funds* – SWFs). Fundusze te mają efektywnie zarządzać majątkiem państwa i poprzez odpowiednie decyzje inwestycyjne wspierać realizację celów państwa. Stanowią tym samym nowy sposób akumulacji bogactwa narodów¹.

Już w 1933 roku John Maynard Keynes pisał, że międzynarodowe przepływy kapitału zawsze mają charakter polityczny². Gwałtowna reakcja społeczności międzynarodowej na ekspansję państwowych funduszy majątkowych (PFM) zdaje się potwierdzać słowa brytyjskiego ekonomisty. W skrajnym przypadku podmioty te są odbierane jako zagrożenie dla suwerenności państw, na terenie których dokonują inwestycji. Bardziej umiarkowane opinie

¹ U.S. Department of the Treasury, *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, załącznik III: *Sovereign Wealth Funds* 2007, czerwiec, s. 1, <http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Pages/index.aspx> [dostęp 18.01.2012]; A. Rozanov, „Who holds the wealth of nations?”, *State Street Global Advisors* 2005, sierpień (przedruk z *Central Banking Journal*, maj 2005), s. 1.

² J.M. Keynes, „National self-sufficiency”, *Yale Review* 1993, t. 22, s. 755, cyt. za: R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, „Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism”, *Stanford Law Review* 2008, t. 60, z. 5, s. 1345.

nieprzetworzonych – przede wszystkim surowców naturalnych, w tym ropy naftowej. Aktywa tego rodzaju funduszy są zwykle denominowane w walutach obcych, a sam fundusz ma na celu ochronę gospodarki przed negatywnymi skutkami wahań cen na rynku surowców. Drugie źródło zasilania funduszy stanowi transfer nadwyżki rezerw walutowych na rzecz funduszu. Nadwyżka rezerw jest z kolei konsekwencją nadwyżki w obrotach handlowych. Utworzenie tego rodzaju funduszu następuje wówczas, gdy rząd decyduje, że posiadane zasoby rezerw walutowych są na tyle wysokie, że można je inwestować w sposób bardziej agresywny bez zagrożenia dla bieżącej polityki pieniężnej i kursowej. Alternatywnie źródło aktywów PFM mogą stanowić wpływy z prywatyzacji oraz środki pochodzące z pomocy rozwojowej⁹.

W zależności od źródła majątku państwa dokonuje się jednej z najważniejszych klasyfikacji funduszy, dzieląc je na dwie grupy. Pierwsza grupa to tzw. *commodity funds*. Fundusze te są tworzone z dochodów osiąganych przez państwo z eksportu dóbr nieprzetworzonych (*commodities*). Podstawę dochodu może tworzyć zarówno eksport towarów bezpośrednio przez rząd, jak i opodatkowanie eksportu podmiotów prywatnych. Zazwyczaj tego rodzaju fundusze tworzą państwa eksportujące surowce naturalne, przede wszystkim ropę naftową. Stąd funkcjonujące równoległe określenia *oil funds* i *natural resources funds*. Ze względu na zmienność cen tych surowców *commodity funds* często służą stabilizacji fiskalnej i sterylizacji bilansu płatniczego. Przykłady *commodity funds* to między innymi norweski Government Pension Fund – Global (GPF) oraz Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)¹⁰.

Analogicznie grupa druga, czyli tzw. *non-commodity funds*, to fundusze tworzone poprzez transfer oficjalnych rezerw dewizowych państwa. Dotyczy to w szczególności państw azjatyckich, które w ostatnich latach wytworzyły ogromne nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących. Tworzenie funduszy umożliwia tym państwom efektywniejsze zarządzanie nadmiernymi zasobami rezerw¹¹. Zasilane z innych niż eksport surowców naturalnych dochodów są takie PFM jak chiński fundusz China Investment Corporation (CIC) czy Temasek Holdings z Singapuru. Niepowiązane z eksportem surowców są również fundusze tworzone przez najbiedniejsze państwa świata. Te fundusze, pozostające w zdecydowanej mniejszości, zasilane są środkami pochodzącymi z pomocy rozwojowej¹².

Zwraca uwagę fakt, że PFM mogą służyć różnym celom. Biorąc pod uwagę główny cel działania funduszu, MFW w swoim pierwszym raporcie poświęconym tego rodzaju podmiotom wyróżnia pięć podstawowych typów. Są to: fundusze stabilizacyjne (*stabilization funds*), fundusze oszczędnościowe (*savings funds*), podmioty inwestujące rezerwy walutowe (*reserve investment*

corporations), fundusze rozwojowe (*development funds*) oraz specyficzne odmiany państwowych funduszy emerytalnych (*contingent pension reserve funds*). Należy jednak podkreślić, że niektóre fundusze mogą realizować wielofunkcyjne cele poszczególnych funduszy mogą ewoluować w czasie. Przykładowo fundusze stabilizacyjne Rosji i Botswany przekształciły się w fundusze oszczędnościowe¹³.

Cele realizowane przez fundusze pokazują, jakimi motywami kierują się państwa przy ich tworzeniu. Fundusze stabilizacyjne (m.in. rosyjski fundusz stabilizacyjny) mają udparniać budżet na zmiany wpływów wynikające ze zmienności cen surowców, przede wszystkim ropy naftowej. Fundusze oszczędnościowe (np. ADIA z Abu Zabi) mają zapewnić środki przyszłym pokoleniom na wypadek wyczerpania się źródła dochodów (surowców). Zamieniają one nieodnawialne zasoby w bardziej zdewersyfikowane portfolio aktywów, które między innymi może chronić państwa surowcowe przed chorobą holenderską. Podmioty inwestujące rezerwy walutowe (np. chiński fundusz CIC) mają za zadanie zwiększać stopę zwrotu z tytułu posiadanych rezerw. Fundusze rozwojowe (np. fundusz Azerbejdżanu) mają finansować rozwój społeczno-gospodarczy państwa poprzez zapewnianie środków na realizację inwestycji mających przyczynić się do zwiększenia tempa wzrostu PKB. Wreszcie fundusze emerytalne (norweski GPF) mają cel zbliżony do funduszy oszczędnościowych – dostarczać środków na wypłatę przez państwo przyszłych świadczeń¹⁴.

Analizując PFM, należy podkreślić, że jest to tylko jeden z państwowych instrumentów inwestycyjnych. Podobne cele mogą realizować również pozostałe podmioty państwowe dokonujące inwestycji zagranicznych. Robert M. Kimmitt wymienia cztery narzędzia, mogące służyć transferowi funduszy państwa za granicę. Są to: rezerwy walutowe, państwowe fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa państwowe i państwowe fundusze majątkowe. Mimo że przytoczone powyżej definicje PFM wskazują na rozdzielność między tymi aktywami, w praktyce precyzyjne rozróżnienie poszczególnych pozycji w majątku państwa rzadko jest możliwe¹⁵.

Jak wspomniano w rozdziale dotyczącym międzynarodowych struktur finansów, rezerwy walutowe są kontrolowane bezpośrednio przez władze monetarne i służą finansowaniu nierównowagi płatniczej poprzez interwencje na

¹³ R. Ostaszewski, „Państwowe fundusze majątkowe”, w: M. Skopowski, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Pieniądz, giełda, gospodarka*, z. 6: *Z prac młodych ekonomistów*, Poznań 2009, s. 152–170, <http://www.sovereignwealthfunds.pl/wp-content/uploads/2010/09/SovereignWealthFunds.pdf> [dostęp 18.01.2012], s. 9–14; International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 29 lutego 2008, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> [dostęp 20.01.2012], s. 5–6.

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ R.K. Kimmitt, „Public footprints in private markets. Sovereign wealth funds and the world economy”, *Foreign Affairs* 2008, styczeń–luty, <http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL930000pub/newsletter/200803/kimmitt.pdf> [dostęp 18.01.2012].

⁹ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1355; B. Setser, op. cit., s. 3.

¹⁰ A. Rozanov, „Who holds...”, op. cit., s. 1.

¹¹ U.S. Department of the Treasury, op. cit., s. 1.

¹² A. Rozanov, „Who holds...”, op. cit., s. 1.

rynku walutowym. Aktywa rezerwowe muszą być więc trzymane w formie wysoce płynnych i bezpiecznych instrumentów finansowych, co wyróżnia je na tle aktywów PFM. Jednak istnieją podmioty klasyfikowane jako PFM, które inwestują powierzone im zasoby w płynne i mało ryzykowne aktywa, a władze monetarne zachowują prawo użycia tych aktywów w celu zrównoważenia bilansu płatniczego. Z drugiej strony, znaczna część PFM inwestuje bardziej długoterminowo niż władze monetarne, a władze te tracą prawo do użycia aktywów funduszy do bieżących operacji. Stąd tendencja do klasyfikowania aktywów PFM poza zasobami oficjalnych rezerw dewizowych. Należy podkreślić, że usunięcie aktywów PFM z zasobów rezerw walutowych, nawet jeśli jest to operacja o charakterze czysto statystycznym, niesie ze sobą skutki wykraczające poza obniżenie poziomu rezerw. Aktywa te przestają podlegać nakładanym na zarządzanie rezerwami normom ostrożności i przejrzystości. Stąd również brak kontroli nad zasobami PFM ze strony instytucji międzynarodowych¹⁶.

Państwowe fundusze emerytalne mają na celu ułatwić państwu wypelnienie przyszłych zobowiązań wobec obywateli. Od PFM różnią się tym, że zazwyczaj dysponują środkami denominowanymi w walucie krajowej i ograniczają inwestycje do rynku krajowego. Jednak długofalowe cele poszczególnych PFM nie odbiegają znacznie od celów realizowanych przez fundusze emerytalne czy tzw. fundusze wieczyste (*endowment funds*). Rozróżnienie może stanowić źródło kapitału, które w przypadku „tradycyjnych” państwowych funduszy emerytalnych stanowią składki beneficjentów programów emerytalnych, a nie dochody z tytułu podatków czy eksportu. Z tego powodu norweski GPFG klasyfikuje się jako PFM¹⁷.

Rozróżnienie między PFM a przedsiębiorstwami kontrolowanymi przez państwo zwykle nie sprawia problemów. Jednak obie grupy podmiotów mogą samodzielnie dokonywać inwestycji zagranicznych¹⁸. Dodatkowo niektóre podmioty klasyfikowane jako PFM mają udziały w przedsiębiorstwach państwowych, na przykład singapurski Temasek Holdings oraz wzorowany na nim malezyjski fundusz Khazanah Nasional Berhad¹⁹.

3. EWOLUCJA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Mimo że podmioty, które dzisiaj określa się jako państwowe fundusze majątkowe, istniały od lat pięćdziesiątych ubiegłego wieku, to ich gwałtowna ekspansja nastąpiła dopiero w ostatnich latach. Z około 60 istniejących obecnie funduszy jedynie 12 powstało przed 2005 rokiem. Rosnąca liczba fundu-

szy i wartość ich aktywów sprawiają, że stają się one istotnym uczestnikiem światowego systemu finansowego.

W pewnym sensie można uznać, że wzrost znaczenia PFM spowodowany jest specyficzną sytuacją w międzynarodowych strukturach finansów, charakteryzującą się rosnącymi nierównowagami, ciągłym wzrostem przepływu kapitału oraz akumulacją coraz większych rezerw dewizowych przez niekóre państwa nadwyżkowe. Tym samym ekspansję państwowych funduszy majątkowych pochodzących w znacznej mierze z państw rozwijających się można interpretować jako jeden z przejawów zmian w przestrzemi finansowej, gdzie ośrodki siły przemieszczają się z gospodarek Zachodu w stronę tzw. rynków wschodzących. Będące przyczyną niepokoju państw rozwiniętych deficyty bilansu płatniczego znajdują odzwierciedlenie w bilansach państw tworzących fundusze majątkowe z uzyskanych nadwyżek. Fundusze te stają się z kolei narzędziami pozwalającymi na wzajemne przenikanie się systemów finansowych poszczególnych państw²⁰.

Istnieje związek pomiędzy rozwojem państwowych funduszy majątkowych a dochodami uzyskiwanymi przez państwa z eksportu surowców, przede wszystkim ropy naftowej i gazu. Przyjmuje się, że pierwszym podmiotem spełniającym dzisiejsze kryteria PFM był Kuwait Investment Authority (KIA). Podmiot ten, pierwotnie nazywany Kuwait Investment Office, został utworzony w Londynie jeszcze przed uzyskaniem przez Kuwejt niepodległości²¹. Od początku należał do szejka Abdullaha Al-Salema Al-Sabaha, który w 1961 roku przejął po Brytyjczykach władzę w Kuwejcie. Dzięki inwestycjom londyńskiego funduszu nowe państwo miało uniezależnić się od dochodów pochodzących z eksportu ropy i gazu, w szczególności gdy zasoby surowca zostaną wyczerpane²².

Niedługo po Kuwejcie pomysł na utworzenie funduszy rezerwowych mających zastąpić dochody z wyczerpujących się złóż naturalnych wykorzystala brytyjska administracja Wysp Gilberta i Mikronezji. W 1956 roku nałożono podatek na eksport fosforytów, będących wówczas głównym źródłem dochodów brytyjskiej kolonii. Dochody z eksportu fosforytów zasiliły specjalny fundusz znany obecnie jako Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund. Mimo że zasoby fosforytów zostały już dawno wyczerpane, aktywa PFM z Kiribati wynoszą obecnie około 400 milionów dol. i trzykrotnie przekraczają roczne PKB wyspiarskiego państwa²³.

Kolejny fundusz został utworzony przez eksportera ropy naftowej – w 1973 roku emirat Abu Zabi, wykorzystując zwiększone dochody w początkach kryzysu naftowego, utworzył Abu Dhabi Investment Authority

²⁰ A. Rozanov, „What is...”, op. cit., s. 3.

²¹ B.P. Winder, op. cit., s. 31.

²² W. Gadowski, „Państwa budują fundusze inwestycyjne”, *Bankier.pl*, 16 grudnia 2008, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Panstwa-buduj-fundusze-inwestycyjne-1852733.html> [dostęp 18.01.2012].

²³ „The world's most expensive club”, *The Economist*, 26 maja 2007, s. 79.

¹⁶ U.S. Department of the Treasury, op. cit., s. 2.

¹⁷ B.P. Winder, „Sovereign wealth funds: Challenges and opportunities”, *Middle East Policy* 2010, t. 17, nr 2, s. 33.

¹⁸ R.K. Kimmitt, op. cit.

¹⁹ R. Ostaszewski, op. cit., s. 13–14.

(ADIA)²⁴. Mniej więcej w tym samym czasie na utworzenie PFM zdecydowały się również rządy Alaski i Alberty, tworząc w 1976 roku swoje podmioty inwestycyjne. Niemal dwie dekady później zarządzanie pochodzącym z eksportu ropy majątkiem przekazała funduszowi Norwegia, ustanawiając w 1990 roku Government Pension Fund Global (GPFGL). Po 2000 roku PFM na bazie dochodów z eksportu ropy naftowej utworzyły m.in. Algieria, Iran, Kazachstan, Libia, Katar, Rosja czy Wenezuela²⁵.

W czasie kryzysu naftowego w latach siedemdziesiątych XX wieku powstał z inicjatywy rządu Singapuru w 1974 roku Temasek Holdings. Ten specyficzny podmiot wydaje się spełniać kryteria klasyfikacji jako państwowy fundusz majątkowy, jednak jego władze konsekwentnie zaprzeczają takim przyporządkowaniem. Aktualne do dnia dzisiejszego uzasadnienie rządu Singapuru w tej sprawie głosi, że celem utworzenia Temasek Holdings było zmniejszenie wpływu państwa na przedsiębiorstwa. Instytucji tej przekazano znaczące udziały w około 30 przedsiębiorstwach państwowych. Zarządzane przez nią przedsiębiorstwa podlegają prawom rynku, nie będąc w żaden sposób chronione przez państwo. Co więcej, Temasek Holdings nie konsultuje żadnych decyzji inwestycyjnych z rządem. Nie zmienia to jednak faktu, że holding pozostaje w całości własnością państwa, a jego działania w przeszłości były związane z realizowaną przez Singapur strategią rozwoju²⁶. Również trudno jest zaklasyfikować drugi z singapurskich podmiotów wymienianych jako PFM, czyli powstałą w 1981 roku Singapore Investment Corporation. Podmioty te, dysponując aktywami w wysokości odpowiednio 157 i 248 mld dol., stanowią jedno z największych PFM, oczywiście pod warunkiem, że zostaną za takie uznane²⁷.

Pomijając przykład funduszy singapurskich i chińskiej agencji inwestycyjnej State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Company²⁸, fundusze zasilane ze źródeł innych niż eksport surowców pojawiły się dopiero po 2000 roku i większość z nich została utworzona przez państwa Azji Południowej i Wschodniej. Ma to związek ze zwiększoną akumulacją rezerw walutowych przez państwa regionu po kryzysie finansowym drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku oraz realizacją przez te państwa proekspansyjnej strategii rozwoju²⁹. Nadwyżka rezerw

²⁴ Więcej na ten temat: H. El-Beblawi, „Arab wealth: Financial versus real assets”, *Carnergie Papers* 2009, nr 16, s. 13–19.

²⁵ E. Helleiner, T. Lundblad, „States, markets, and sovereign wealth funds”, *German Policy Studies* 2008, t. 4, nr 3, s. 63–64.

²⁶ K.C. Lavelle, „The business of governments: Nationalism in the context of sovereign wealth funds and state-owned enterprises”, *Journal of International Affairs* 2008, t. 62, s. 139–140.

²⁷ Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

²⁸ Podmiot ten często nie jest klasyfikowany jako PFM.

²⁹ E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 65.

powoduje, że nie wszystkie zasoby muszą być trzymane w postaci płynnych aktywów. Władze wielu banków centralnych państw o wysokich rezerwach walutowych dochodzą do wniosku, że część zgromadzonych rezerw można przekształcić w aktywa o mniejszej płynności, lecz o potencjalnie wyższej rentowności³⁰. Można również zaobserwować korelację rozwoju *non-commodity funds* z narastaniem deficytu na rachunku obrotów bieżących państw Zjednoczonych³¹.

Niektóre państwa decydują się na utworzenie dwóch PFM. Wspomniana powyżej ADIA ma na celu maksymalizację bogactwa Abu Zabi poprzez efektywne zarządzanie nadwyżkami pochodzącymi ze sprzedaży surowców naturalnych i zapewnienie tym samym przyszłym pokoleniom mieszkańców emiratu życia z odsetek, jednak fundusz ten nie realizuje celów rozwojowych. To zadanie zostało powierzone utworzonej w 2002 roku Mubadala Development Company. Fundusz ten ma na celu wspieranie rozwoju państwa poprzez finansowanie inwestycji infrastrukturalnych i rozwoju gałęzi przemysłu niepowiązanych z sektorem wydobywczym. Podobnego rozdziału kompetencji pomiędzy fundusze dokonały władze Federacji Rosyjskiej. Istniejący od 2004 roku *Oil Stabilization Fund* w lutym 2008 roku został podzielony na dwa podmioty, odpowiedzialne odpowiednio za efektywne zarządzanie rezerwami oraz zapewnienie wypłat emerytur przyszłym pokoleniom³².

4. PRZEDMIOTOWA I PODMIOTOWA STRUKTURA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Przyjęta w zasadach z Santiago definicja państwowego funduszu majątkowego pozwala na w miarę precyzyjne ich wyodrębnienie. Trudno uznać jednak te podmioty za jednorodne. Fundusze tworzone są zarówno przez państwa rozwinięte, jak i gospodarki wschodzące. Wśród państw przekazujących aktywa na rzecz PFM są państwa zasobne w surowce naturalne i państwa tych surowców pozbawione. Obok wspomnianych w pierwszej części opracowania różnic między funduszami wynikającymi z odmiennych źródeł działania i celów działania, PFM różnią się pomiędzy sobą wielkością, strukturą, sposobem zarządzania, skłonnością do ryzyka i strategii inwestycyjnych czy też przejrzystością działania.

Problemy z definicją i odpowiednią klasyfikacją PFM połączone z brakiem dostępnych raportów o działaniach i aktywach poszczególnych funduszy uniemożliwiają określenie wielkości zasobów, jakimi podmioty te dyspo-

³⁰ „The world's most expensive club”, op. cit., s. 79.

³¹ Xu Yi-Chong, „Who's afraid of sovereign wealth funds?”, *Australian Journal of International Affairs* 2009, t. 63, nr 1, s. 3.

³² Więcej na ten temat: R. Abdelal, „Sovereign wealth in Abu Dhabi”, *Geopolitics* 2009, t. 14, z. 2, s. 317–327; Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

nują. Dane opublikowane przez Sovereign Wealth Fund Institute w grudniu 2011 roku szacują aktywa PFM na około 4,8 bln dol., co stanowi niemal połowę wartości światowych rezerw oficjalnych. Jednak instytucja ta przy tworzeniu rankingów stosuje bardzo szeroką definicję PFM, zgodnie z którą obecnie istnieje około 60 państwowych funduszy majątkowych. Ich listę wraz z wielkością zarządzanych aktywów i państwem założycielskim prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Największe państwowe fundusze majątkowe i ich aktywa (stan na grudzień 2011 r.)

Fundusz	Państwo	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło kapitału
1	2	3	4	5
Abu Dhabi Investment Authority	ZEA – Abu Zabi	627,0	1976	commodity
SAFE Investment Company	Chiny	567,9	1997	non-commodity
Government Pension Fund – Global	Norwegia	560,0	1990	commodity
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudyjska	472,5	–	commodity
China Investment Corporation	Chiny	409,6	2007	non-commodity
Kuwait Investment Authority	Kuwejt	296,0	1953	commodity
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Chiny – Hongkong	293,3	1993	non-commodity
Government of Singapore Investment Corporation	Singapur	247,5	1981	non-commodity
Temasek Holdings	Singapur	157,2	1974	non-commodity
National Social Security Fund	Chiny	134,5	2000	non-commodity
National Welfare Fund	Rosja	113,9	2008	commodity
Qatar Investment Authority	Katar	85,0	2005	commodity
Australian Future Fund	Australia	73,0	2004	non-commodity
Investment Corporation of Dubai	ZEA – Dubaj	70,0	2006	commodity
Libyan Investment Authority	Libia	65,0	2006	commodity
International Petroleum Investment Company	ZEA – Abu Zabi	58,0	1984	commodity
Revenue Regulation Fund	Algieria	56,7	2000	commodity
Alaska Permanent Fund	USA – Alaska	40,3	1976	commodity
Kazakhstan National Fund	Kazachstan	38,6	2000	commodity

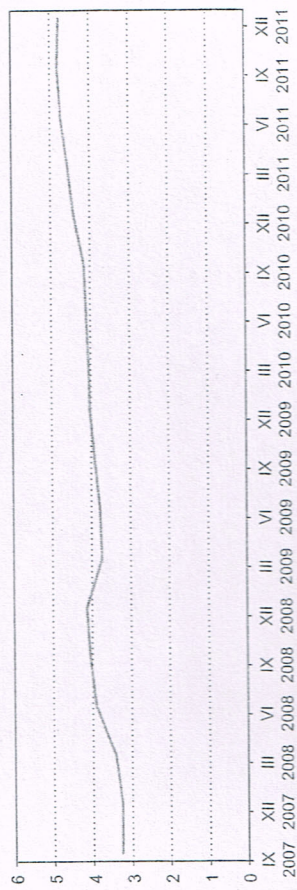
1	2	3	4	5
Korea Investment Corporation	Korea Południowa	37,0	2005	non-commodity
Khazanah Nasional	Malezja	36,8	1993	non-commodity
State Oil Fund	Azerbejdżan	30,2	1999	commodity
National Pensions Reserve Fund	Irlandia	30,0	2001	non-commodity
Brunei Investment Agency	Brunei	30,0	1983	commodity
Strategic Investment Fund	Francja	28,0	2008	non-commodity
Mubadala Development Company	ZEA – Abu Zabi	27,1	2002	commodity
Texas Permanent School Fund	USA – Teksas	24,4	1854	commodity
Oil Stabilization Fund	Iran	23,0	1999	commodity
Social and Economic Stabilization Fund	Chile	21,8	1985	commodity
Alberta's Heritage Fund	Kanada	15,1	1976	commodity
New Mexico State Investment Council	USA – Nowy Meksyk	14,3	1958	non-commodity
New Zealand Superannuation Fund	Nowa Zelandia	13,5	2003	non-commodity
Sovereign Fund of Brazil	Brazylia	11,3	2008	non-commodity
Mumtalakat Holding Company	Bahrajn	9,1	2006	non-commodity
State General Reserve Fund	Oman	8,2	1980	commodity
Pula Fund	Botswana	6,9	1994	commodity
Timor-Leste Petroleum Fund	Timor Wschodni	6,3	2005	commodity
Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	Meksyk	6,0	2000	commodity
Public Investment Fund	Arabia Saudyjska	5,3	2008	commodity
China-Africa Development Fund	Chiny	5,0	2007	non-commodity
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	USA – Wyoming	4,7	1974	commodity
Heritage and Stabilization Fund	Trynidad i Tobago	2,9	2000	commodity
Alabama Trust Fund	USA – Alabama	2,5	1985	commodity

1	2	3	4	5
Italian Strategic Fund	Włochy	1,4	2011	non-commodity
RAK Investment Authority	ZEA – Ras al-Chajma	1,2	2005	commodity
Nigerian Sovereign Investment Authority	Nigeria	1,0	2011	commodity
FEM	Wenezuela	0,8	1998	commodity
State Capital Investment Corporation	Wietnam	0,5	2006	non-commodity
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	0,4	1956	commodity
Gabon Sovereign Wealth Fund	Gabon	0,4	1998	commodity
Government Investment Unit	Indonezja	0,3	2006	non-commodity
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauretania	0,3	2006	commodity
North Dakota Legacy Fund	USA – Północna Dakota	0,1	2011	commodity
Fund for Future Generations	Gwinea Równikowa	–	2002	commodity
Emirates Investment Authority	ZEA – rząd centralny	–	2007	commodity
Oman Investment Fund	Oman	–	2006	commodity
Abu Dhabi Investment Council	ZEA – Abu Zabi	–	2007	commodity
Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	Papua Nowa Gwinea	–	2011	commodity
Fiscal Stability Fund	Mongolia	–	2011	commodity

Źródło: Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, online: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

Mimo że w posiadaniu PFM znajduje się jedynie około 2% aktywów podlegających obrotowi na światowych rynkach, jest to najdynamiczniej rozwijający się element światowego systemu finansowego. W 1990 roku dysponowały one aktywami w wysokości jedynie 500 mld dol. Istnieją prognozy mówiące, że wartość funduszy przed 2015 przekroczy zasoby oficjalnych rezerw walutowych, sięgając w 2015 roku – jeśli dynamika wzrostu zostanie utrzymana – 12 czy nawet 15 bln dol.³³ Wzrost wielkości aktywów PFM w ostatnich latach prezentuje rycina 1.

³³ E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 60.



Rycina 1. Wartość aktywów PFM w latach 2007–2011 (biliony dol.)

Źródło: Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

Podobnie jak w przypadku zasobów rezerw, aktywa PFM wykazują znaczną koncentrację. Pięć największych funduszy skupia niemal 60% aktywów posiadanych przez wszystkie PFM. Aktywa jedenastu funduszy przekraczają obecnie 100 miliardów dol. Trzy spośród takich PFM pochodzą z Chin (z uwzględnieniem Hongkongu), dwa z Singapuru. Spośród dużych graczy jedynie norweski GPFM jest podmiotem pochodzącym z państwa rozwiniętego. Pomimo że obecnie około 60% aktywów PFM posiadają fundusze oparte na eksporcie surowców naturalnych, tego rodzaju podmioty w ostatnich latach tracą na znaczeniu na rzecz *non-commodity funds*. Zależność między dwoma typami PFM pokazuje rycina 2.

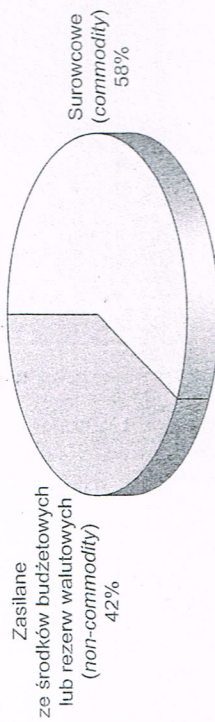
Zwraca uwagę fakt, że niemal 80% aktywów PFM jest w posiadaniu funduszy z państw Bliskiego Wschodu i Azji Wschodniej. Fundusze europejskie – przy czym zalicza się do nich norweskie i rosyjskie PFM – zarządzają około 17% aktywów, podczas gdy fundusze amerykańskie – tworzone na poziomie władz regionalnych w przypadku Ameryki Północnej i nieliczne z Ameryki Łacińskiej – są w posiadaniu niespełna 5% aktywów. Wielkość aktywów PFM w odniesieniu do regionu pokazuje rycina 3.

Aktywa PFM wykazują odmienną strukturę walutową niż rezerwy oficjalne państw. Około 40% aktywów zarządzanych przez fundusze denominowanych jest w dolarach amerykańskich, wobec około 60% rezerw dolarowych. Ponadto około 20% aktywów PFM denominowanych jest w japońskich jenach, które jako waluta rezerwowa odgrywają marginalną rolę³⁴.

W rekordowym 2008 roku wartość udokumentowanych inwestycji PFM przekroczyła 100 mld dol. Mimo utrzymującej się tendencji spadkowej – odpowiednio 68,8 mld dol. w 2009 roku i niewiele ponad 52 mld dol. w 2010 – PFM nie przestają wpływać na funkcjonowanie rynków finansowych. Zwraca uwagę fakt, że obecnie niemal 60% kapitału PFM inwestowane jest poza rozwiniętymi gospodarkami OECD. Większość inwestycji dokonywana

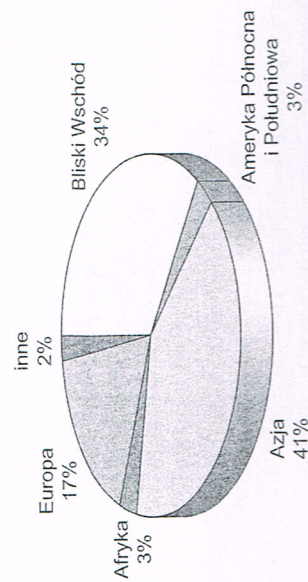
³⁴ „Asset-backed insecurity”, *The Economist*, 19 stycznia 2008, s. 63–65.

jest obecnie w regionie Azji i Pacyfiku – w 2010 roku wartość inwestycji w tym regionie wyniosła około 25 mld dol. Obserwując tendencje ostatnich miesięcy, można zaobserwować zmniejszające się zainteresowanie PFM rynkami Ameryki Północnej. Na znaczeniu zaczynają zyskiwać inwestycje w państwach Ameryki Łacińskiej i Afryki³⁵.



Rycina 2. Aktywa PFM w 2010 roku w zależności od źródła kapitału

Źródło: Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].



Rycina 3. Aktywa PFM w 2010 roku według regionu pochodzenia

Źródło: Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

Wracając do czynników różnicujących grupę PFM, należy stwierdzić, że nie istnieje jeden model zarządzania aktywami funduszy. Istnieją PFM, których aktywami zarządza bezpośrednio wyspecjalizowana agencja rządowa, jednak w przypadku niektórych funduszy funkcje zarządcze zostały przekazane profesjonalnym menedżerom z kraju lub zagranicą³⁶.

Zróźnicowanie PFM przejawia się również w realizowanych przez nie strategiach inwestycyjnych. PFM inwestują w szerokie spektrum aktywów. Obok

tradycyjnych instrumentów finansowych, jak obligacje i akcje, PFM inwestują również w papiery zabezpieczone aktywami i różnego rodzaju instrumenty pochodne, często mało płynne i o dużym ryzyku. Równocześnie wiele PFM dokonuje operacji, które można zaklasyfikować jako zagraniczne inwestycje bezpośrednie (FDI)³⁷. Zainteresowanie funduszy znacznie wykracza poza sektor finansowy, inwestują w telekomunikację, wysokie technologie, kasyna czy nawet przestrzeń kosmiczną. Ostatnio coraz więcej PFM lokuje środki w nieruchomościach. Często PFM nie kierują się w swoich działaniach kryterium zysku – czynnikiem decydującym o danej inwestycji może być prestiż wynikający z obecności w danym regionie lub względy polityczne³⁸.

Niemniej jednak w przypadku wielu funduszy trudno określić, jaką strategię inwestycyjną realizują, gdyż większość z nich nie ujawnia swoich inwestycji³⁹. Niektóre fundusze maksymalnie dywersyfikują portfolio, inwestując w różnego rodzaju instrumenty finansowe i unikając nadmiernego zaangażowania w jednym przedsiębiorstwie czy kategorii papierów wartościowych. Inne fundusze przejmują tylko takie udziały, które pozwalają im uniknąć konieczności ujawnienia tych działań przed odpowiednimi regulatorami rynku. Jedynie nieliczne PFM dążą do przejścia kontroli nad przedsiębiorstwami⁴⁰.

Innym czynnikiem różnicującym grupę PFM jest poziom przejrzystości ich działań, mierzony za pomocą indeksu przejrzystości Linaburga-Maduell (*Linaburg-Maduell Transparency Index*) opracowanego przez ekspertów z Sovereign Wealth Fund Institute. Przejrzystość działania PFM ocenia się w skali od 1 do 10. Wprawdzie dla PFM charakterystyczne jest unikanie ujawniania informacji o swoich działaniach, ale istnieją wyjątki. Za najbardziej przejrzysty uchodzi norweski fundusz emerytalny, który ujawnia swoje strategie inwestycyjne i posiadane papiery, uzyskując ocenę 10⁴¹, za najmniej przejrzyste – fundusze państw arabskich i afrykańskich. Mała przejrzystość działania charakteryzuje również fundusze chińskie. Stopień jawności działania może się różnić nawet w przypadku funduszy pochodzących z jednego państwa. O ile Temasek Holdings publikuje roczny raport o swojej działalności (ocena 10), o tyle Singapore Government Investment Corporation nie ujawnia wielu informacji (ocena 6)⁴².

Każdy z państwowych funduszy majątkowych jest ograniczony w działaniach na terenie państwa założyciela przez obowiązujące tam prawo. Tym samym kwestie przejrzystości i sprawozdawczości jednostek rządowych, ja-

³⁷ A. Rozanov, „What is...”, op. cit., s. 9–11.

³⁸ A.L. Paulson, „Raising capital: The role of sovereign wealth funds”, *Chicago Fed Letter* 2009, nr 258.

³⁹ „The invasion of the sovereign-wealth funds”, *The Economist*, 19 stycznia 2008, s. 11.

⁴⁰ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1355.

⁴¹ Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

⁴² R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1355; Sovereign Wealth Fund Institute, *Fund Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> [dostęp 18.01.2012].

³⁵ V. Barbary, B. Bortolotti, „Braving the new world: Sovereign wealth fund investment in the uncertain times of 2010”, *Monitor* 2011, nr 7, s. 20–23.

³⁶ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1355.

kimi są PFM, można uznać za przejaw suwerenności państwa. Jednak wykraczając z operacjami poza granice swojego kraju, PFM mogą napotykać reżimy odmienne od kraju pochodzenia oraz podlegać kontroli nadzorów finansowych i zainteresowaniu międzynarodowych organizacji finansowych. W wielu przypadkach żądania te dotyczą większej przejrzystości i ujawnienia większej ilości danych, na co, z przyczyn politycznych, jednostki te nie chcą się zgodzić⁴³.

5. PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE JAKO GEOEKONOMICZNE NARZĘDZIE PAŃSTWA

Istnienie państwowych funduszy majątkowych jest następstwem określonej polityki finansowej i zagranicznej polityki gospodarczej państw. W poprzednich dekadach państwa doprowadziły do znacznej liberalizacji przestrzeni finansowej, która stała się przestrzenią bardziej prywatną, a państwa straciły kontrolę nad jej przeobrażeniami. Międzynarodowa przestrzeń finansowa w obecnym kształcie podporządkowana jest liberalnej doktrynie głoszącej zasady wolnego rynku i minimalną interwencję państwa. Jednak w tym systemie istnieją podmioty takie jak PFM, które wykorzystują narzędzia finansowe w interesie poszczególnych państw. Za pośrednictwem PFM państwa występują na rynkach finansowych nie jako regulatorzy, lecz jako inwestorzy⁴⁴.

Rosnącą liczbę PFM można uznać za element szerszego zjawiska, jakim jest wspomniana w rozdziale dotyczącym struktur finansowych stopniowa zmiana w układzie sił w międzynarodowym systemie finansowym. Obecnie głównymi dostawcami kapitału stają się prowadzące aktywną politykę proeksportową państwa azjatyckie oraz eksporterzy ropy naftowej. Państwa te wpływają na system finansowy między innymi za pośrednictwem PFM. Ponadto działania PFM i innych państwowych podmiotów inwestycyjnych doprowadziły do odwrócenia dominującego od trzech dekad trendu prywatyzacyjnego w gospodarce światowej⁴⁵. Państwa w widoczny sposób zwiększają swoje aktywa, co prowadzi do pytań o dalszy kształt międzynarodowego systemu finansowego⁴⁶.

Rozwój PFM w państwach rozwijających się jest zbliżony z większą rolą państwa w tych gospodarkach, w szczególności z wpływem państwa na inwestycje zagraniczne. Dane z 2005 roku wskazywały, że rządy Indii, Chin,

⁴³ A. Rozanov, „What is...”, op. cit., s. 19–20.

⁴⁴ E. Helleiner, „The geopolitics of sovereign wealth funds: An introduction”, *Geopolitics* 2009, t. 14, z. 2, s. 300.

⁴⁵ A. Mattoo, A. Subramanian, „Currency undervaluation and sovereign wealth funds: A new role for the world trade organization”, *PIIE Working Paper Series* 2008, nr 08-2, s. 13–14.

⁴⁶ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1347.

Tajlandii, Indonezji, Korei Południowej czy Malezji miały wpływ na około 60% inwestycji dokonywanych przez te państwa. Dla Stanów Zjednoczonych wskaźnik ten wynosił 2,5%, a dla posiadającej jeden z większych PFM Norwegii – niespełna 45%⁴⁷.

Na pierwszy rzut oka działalność państwowych funduszy majątkowych stanowi realizację podstawowego celu systemu finansowego. Za pomocą PFM dokonuje się transfer kapitału z obszarów nadwyżkowych do obszarów deficytowych⁴⁸. Relację pomiędzy państwami tworzącymi PFM a beneficjentami inwestycji tych podmiotów można porównać do relacji wierzyciel–dłużnik. Ponadto PFM są narzędziem służącym swoistemu re-cyklingowi nadmiernie rozbudowanych rezerw państw nadwyżkowych⁴⁹. Jednak pewne cechy państwowych funduszy majątkowych czynią z nich cenne narzędzie osiągnięcia celów państwa. Państwowe fundusze majątkowe umożliwiają państwom o różnych systemach polityczno-gospodarczych oddziaływanie na inne gospodarki, przede wszystkim wolnorynkowe. W tym kontekście należy zauważyć, że większość państw tworzących PFM jest dość zamknięta na inwestycje zagraniczne, podczas gdy PFM uzyskują dostęp do rynków innych państw. Poprzez fundusze majątkowe wiele państw obawiających się zliberalizowanej przestrzeni finansowej staje się częścią tego systemu⁵⁰.

Tworząc PFM, państwa nie tworzą nowych ram prawnych przestrzeni finansowej. Trudno również uznać, aby były one obroną przed wolnym rynkiem. Można stwierdzić, że stanowią wykorzystanie międzynarodowego rynku finansowego dla realizacji celów państwa. Zakładając, że PFM zachowują się odmiennie od podmiotów prywatnych, można uznać, że państwo zostało narzędzie wpływania na międzynarodowe przepływy kapitału będące częścią tej struktury i transformowania ich⁵¹.

PFM tworzone są przede wszystkim przez te państwa, które stykają się z dużymi zagrożeniami natury gospodarczej, społecznej czy politycznej bądź te, które nie są pewne wysokości swoich dochodów w nieodległej przyszłości. Przykładowo, Japonia to państwo o najszybciej starzejącym się społeczeństwie, żyjącym w ciągłym zagrożeniu klęskami żywiołowymi w sąsiedztwie państw dysponujących bronią atomową. Dla Korei Południowej realne zagrożenie stanowi sytuacja w Korei Północnej, w tym potencjalna klęska humanitarna i ogromne wydatki związane z ewentualnym zjednoczeniem. Dla Tajwanu zagrożeniem jest Demokratyczna Republika Chin, która z kolei dąży do umocnienia swojego statusu gospodarczego supermocarstwa. Aku-

⁴⁷ E.M. Truman, „Sovereign wealth funds: The need for greater transparency and accountability”, *PIIE Policy Brief* 2007, nr 6, s. 3.

⁴⁸ „The invasion of the sovereign-wealth funds”, op. cit., s. 11.

⁴⁹ „Asset-backed insecurity”, *The Economist*, 19 stycznia 2008, s. 63.

⁵⁰ A. Rozanov, „What is...”, op. cit., s. 26

⁵¹ E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 69.

mulacja bogactwa przez fundusze ma stanowić zabezpieczenie na wypadek pogorszenia się sytuacji tych państw⁵².

Jak już wspomniano, PFM jako podmioty państwowe często nie kierują się w swoich działaniach kryterium maksymalizacji zysku. Mimo że wiele z nich ma na celu zwiększenie dochodów państwa, w wielu przypadkach podejmowane inwestycje uwarunkowane są chęcią poprawy pozycji danego państwa w gospodarce światowej. Przykładowo, sytuacja, w której państwo dysponujące nadwyżkami pochodzącymi z eksportu ropy naftowej inwestuje te fundusze w sektor energetyczny innego państwa, może być interpretowana co najmniej dwuznacznie. Trudno tego rodzaju działania uznać za dążenie do dywersyfikacji portflio. Należy tu mówić raczej o wykorzystaniu siły gospodarczej do realizacji celów politycznych. Pod tym względem PFM nie różni się jednak znacząco od pozostałych państwowych inwestorów. Warto również podkreślić, że PFM zapewniają środki na realizację celów politycznych, nie uczestnicząc w określaniu tych celów. Tym samym faktycznie są one jedynie narzędziem w rękach polityków⁵³.

Jeszcze w 2008 roku na łamach *The Economist* podawano przykłady, w jaki sposób rządy mogą wykorzystywać PFM i jak bardzo obosieczne może być to narzędzie. Teoretycznie za pośrednictwem PFM Chin mogłyby przejąć grupę bankową Citigroup. Tym samym uzyskałyby wpływ na depozyty podmiotów amerykańskich oraz amerykański rynek finansowy. Jednak równocześnie amerykański nadzór bankowy mógłby – np. w razie zaostrożenia konfliktu pomiędzy Tajwanem a Chinami – doprowadzić do cofnięcia licencji bankowej dla Citigroup. Również w takim przypadku Chińczycy dysponaliby narzędziem zdolnym do zakłócenia amerykańskiego systemu bankowego. Podobnie negatywny wpływ na gospodarke Stanów Zjednoczonych miałyby hipotetyczny zakup pakietu kontrolnego akcji największego amerykańskiego producenta aluminium – Alcoa – przez wenezuelski fundusz. Rząd Wenezueli mógłby wówczas podjąć decyzję o likwidacji hut aluminium na terenie Stanów Zjednoczonych, przenosząc produkcję do Ameryki Łacińskiej w celu wspierania rozwoju regionu⁵⁴.

Przykłady powiązania PFM z bieżącą polityką państwa można mnożyć. Oficjalnie chiński fundusz CIC realizuje cele *stricte* komercyjne. Jednak fakt, że władze funduszu są powiązane z chińską sferą polityczną, a CIC odpowiada przed chińską radą państwa, przeczy tym twierdzeniom⁵⁵. W tym kontekście interesującą wydaje się kupno przez chiński PFM udziałów w Blackstone – jednym z głównych graczy na amerykańskim rynku akcji. Poprzez kontrolę nad tą spółką rząd Chin może dokonywać inwestycji na rynku Stanów Zjednoczonych, omijając ograniczenia. Z kolei amerykańska spółka może uzyskać preferencyjny dostęp do rynku chińskiego. Ponadto PFM zyskuje

⁵² A. Rozanov, „What holds...”, op. cit., s. 4.

⁵³ B.P. Winder, op. cit., s. 32; E.M. Truman, op. cit., s. 1.

⁵⁴ „Asset-backed insecurity”, op. cit., s. 64.

⁵⁵ E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 70.

know-how niezbędne dla dalszych inwestycji⁵⁶. Eric Helleiner wskazuje, że również chiński zarządca rezerw walutowych, jakim jest fundusz SAFE, służy realizacji celów politycznych państwa. Przykładem jest wsparcie udzielone w 2007 roku przez tę agencję rządową władzom Kostaryki. W zamian za zakup kostarykańskich obligacji przez SAFE, Kostaryka zerwała relacje dyplomatyczne z Tajwanem i uznała Chinę⁵⁷.

Specyficzną strategię działania realizuje Mubadala Development Company. Fundusz ten dąży do zyskania udziałów w łańcuchach produkcji najbardziej zaawansowanych sektorów, co ma przyczynić się do dywersyfikacji sektora produkcyjnego Abu Zabi. Świadczy o tym m.in. przejęcie znacznej części akcji amerykańskiego producenta mikroprocesorów AMD czy współpraca z General Electric. Ponadto działania tego funduszu mają na celu przekształcenie Abu Zabi w światowe centrum finansowe, czemu służyć ma między innymi zakup 7,5-procentowego pakietu akcji Carlyle Group w 2007 roku⁵⁸.

PFM często inwestują w sektor bankowy i wysokie technologie. Te branże uważane są zazwyczaj za mające znaczenie dla bezpieczeństwa i pozycji państwa w gospodarce światowej. Teoretycznie poprzez inwestycje w sektor bankowy obcego państwa PFM mogą oddziaływać na funkcjonowanie rynku finansowego tego państwa czy nawet na kurs waluty. Problematyczne jest również przejmowanie przez PFM kontroli nad prywatnymi przedsiębiorstwami. W zależności od sektora rodzi to mniejsze lub większe obawy związane z bezpieczeństwem narodowym. Występuje tu konflikt między strategicznymi sferami gospodarki a korzyściami, jakie stwarza otwarta gospodarka rynkowa. Jednak takie same zastrzeżenia są – i były – zgłaszane również wobec inwestycji zagranicznych dokonywanych przez przedsiębiorstwa kontrolowane przez państwo⁵⁹. Zależności te potwierdza struktura inwestycji PFM w 2010 roku, dokonywanych przede wszystkim w szeroko rozumianym sektorze usług finansowych⁶⁰. Największe inwestycje bezpośrednio dokonane przez SWF w 2010 roku prezentuje tabela 2. Zwraca uwagę fakt, że zdywersyfikowaną większość stanowią inwestycje zagraniczne oraz że dziewięć na dziesięć największych inwestycji PFM w 2010 roku dokonały państwa klasyfikowane jako rozwijające się. Odbiorcami były zarówno rynki wschodzące, jak i państwa rozwinięte.

Nie zważając na kontekst polityczny, większość inwestycji PFM można scharakteryzować jako inwestycje portfelowe w papiery udziałowe (*portfolio equity investment*). PFM przejmują znaczne, lecz niedające kontroli udziały w wybranych przedsiębiorstwach. Jednak nawet takie inwestycje mogą rodzić obawy związane z bezpieczeństwem narodowym. Stąd głosy w państwach

⁵⁶ „The world's most expensive club”, *The Economist*, 26 maja 2007, s. 80.

⁵⁷ E. Helleiner, op. cit., s. 302.

⁵⁸ R. Abdelal, op. cit., s. 323–325.

⁵⁹ R.K. Kimmitt, op. cit.

⁶⁰ V. Barbary, B. Bortolotti, „Braving the new world: Sovereign wealth fund investment in the uncertain times of 2010”, *Monitor* 2011, nr 7.

Unii Europejskiej czy Stanach Zjednoczonych wzywające do uregulowania sposobów działania PFM na gruncie prawa międzynarodowego⁶¹.

Tabela 2. Największe inwestycje bezpośrednie PFM w 2010 roku

Fundusz	Państwo	Obiekt inwestycji	Państwo przyjmujące	Wartość inwestycji (mln USD)	Procent udziałów
Mubadala Development Company	ZEA – Abu Zabi	Aluminium in the Sarawak Corridor of Renewable Energy (SCORE)	Malezja	7000	–
Qatar Investment Authority	Katar	Agricultural Bank of China	Chiny	2800	–
Qatar Investment Authority	Katar	Banco Santander Brasil	Brazylia	2719	5,00
Khazanah Nasional Bhd.	Malezja	Parkway Holding Ltd.	Singapur	2541	77,00
China Investment Corporation	Chiny	General Growth Properties Inc.	Stany Zjednoczone	2300	7,40
International Petroleum Investment Company	ZEA – Abu Zabi	UniCredit SpA	Włochy	2300	4,99
Qatar Investment Authority	Katar	Harrods	Wielka Brytania	2227	100,00
National Social Security Fund	Chiny	Agricultural Bank of China	Chiny	2195	–
China Investment Corporation	Chiny	AES Corporation	Stany Zjednoczone	1580	15,82
Temasek Holdings	Singapur	China Construction Bank	Chiny	1500	0,75

Źródło: V. Barbary B. Bortolotti, „Braving the new world: Sovereign wealth fund investment in the uncertain times of 2010”, *Monitor* 2011, nr 7.

Mimo wymienionych powyżej przykładów, sposób działania wielu PFM wskazuje, że są one narzędziem służącym przede wszystkim pomnażaniu majątku państwa. PFM są narzędziem umożliwiającym inwestowanie zgromadzonych przez państwo oszczędności w sposób maksymalizujący zysk. Dopiero dodatkowe dochody wygenerowane przez fundusze służą realizacji określonych celów państwa. Azjatyccy eksporterzy i państwa naftowe lokowały swoje rezerwy przede wszystkim w amerykańskie papiery rządowe. Ze względu na niskie ryzyko tego rodzaju inwestycji papiery te przynosiły również małe zy-

⁶¹ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1350.

ski. Tradycyjnie niskie dochody z tytułu amerykańskich obligacji rządowych dodatkowo obniżyło osłabienie kursu dolara względem euro po 2002 roku oraz obniżka przez FED stóp procentowych w czasie walki z ostatnim kryzysem finansowym. Państwa mające największe rezerwy zaczęły w tej sytuacji szukać alternatywnych inwestycji na rynkach finansowych – bardziej ryzykownych, ale jednocześnie bardziej rentownych. Stąd rosnąca popularność PFM oraz zmiany w strategiach inwestycyjnych funduszy. Ponadto widoczna jest narastająca dywersyfikacja inwestycji PFM pod względem geograficznym – znacznie większe środki napływają do państw rozwijających się. Zwraca przy tym uwagę fakt, że rynki kapitałowe państw rozwijających się przyciągają w znacznej mierze inwestorów instytucjonalnych, do jakich zalicza się również PFM. Fakt ten może świadczyć o utrzymującym się stosunkowo niskim stopniu rozwoju rynków finansowych państw Południa⁶².

Często podkreśla się długoterminową perspektywę inwestycyjną przyjmowaną przez te podmioty. Oznacza to, że PFM traktowane są przez państwa nie tyle jako narzędzia taktyczne, ile element długofalowej strategii. Ze względu na stosunkowo długi horyzont czasowy inwestycji PFM mogą przyczyniać się one do zwiększenia stabilności przestrzemi finansowej. Ponadto podmioty te jedynie w ograniczonym zakresie wykorzystują dzwignię finansową. Ponieważ PFM nie mogą się szybko wycofać z dokonanych inwestycji, ich obecność na rynku może podnosić wartość aktywów i zwiększać płynność rynku, na którym dokonują inwestycji bez ryzyka⁶³.

Jednak dywersyfikację inwestycji PFM – poza chęcią maksymalizacji zysku – można również interpretować w kontekście realizacji celów geoeconomicznych państwa. Przenosząc rezerwy na rzecz PFM, państwa pośrednio uniezależniają się od systemu rezerw opartego na dominacji dolara amerykańskiego. Wiele państw zarządzających dużymi funduszami majątkowymi odbieranych jest jako potencjalni konkurenci Stanów Zjednoczonych szukający przeciwwagi dla politycznej i gospodarczej potęgi tego państwa. Są to przede wszystkim Chiny, jednak podobnie można interpretować działania Rosji, Iranu czy Wenezueli⁶⁴.

6. OCENA DZIAŁALNOŚCI PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Mimo że na forum międzynarodowym dominują głosy krytyczne na temat PFM, działalność tych podmiotów trudno poddać jednoznacznej ocenie. Zarówno z punktu widzenia państw tworzących PFM, jak i państw przyjmujących ich inwestycje, działania państwowych funduszy majątkowych mogą generować korzyści i koszty.

⁶² E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 65.

⁶³ R.K. Kimmitt, op. cit.

⁶⁴ E. Helleiner, T. Lundblad, op. cit., s. 66.

Z punktu widzenia państw podejmujących decyzję o utworzeniu PFM podstawową korzyścią jest możliwość zwiększonej akumulacji bogactwa. Znaczną część PFM powstała dlatego, że takie posunięcie uznano za ekonomicznie opłacalne. Większa dostępność środków pozwalała na realizację szeroko rozumianych społeczno-ekonomicznych celów państwa⁶⁵.

Państwowe fundusze majątkowe mogą stanowić zagrożenie dla państw je tworzących. Teoretycznie środki inwestowane przez PFM mają – przynajmniej pośrednio – przyczyniać się do rozwoju gospodarczego państw. Jednak poprzez fakt, że oszczędności gospodarz są transferowane poza granice kraju, możliwości generowania wzrostu gospodarczego są ograniczone bądź odłożone w czasie. Wobec wielu PFM pojawiają się zarzuty, że zbytnio koncentrują się na inwestycjach zagranicznych, zaniedbując rozwój narodowych rynków. Inwestycje PFM poza granicami mogą więc być równoznaczne z finansowaniem rozwoju innych państw kosztem gospodarki narodowej. Ponadto aktywa PFM denominowane są w walutach obcych, a przyszłe potrzeby gospodarki narodowej wymagają finansowania w walucie krajowej. Sprawia to, że państwa tworzące PFM są mało odporne na ryzyko kursowe⁶⁶.

Inny problem stanowią nieudane inwestycje PFM. Przykładowo, kuwejcki fundusz KIA stracił w okresie od marca do grudnia 2008 roku prawie 31 mld dol. Jego katarski odpowiednik ogłosił w marcu 2009 roku, że utracił około 20% swoich aktywów⁶⁷. Wspomniana już inwestycja CIC w amerykański Blackstone doprowadziła do strat przekraczających miliard dol. Tym samym fundusz CIC spotkał się z ostrą krytyką rządu w Pekinie⁶⁸.

Fundusze mogą służyć również i drugiej stronie – państw przyjmującemu inwestycje. Relatywnie niewielki sprzeciw Stanów Zjednoczonych wobec działań PFM podyktowany jest brakiem kapitału. Największy dłużnik świata, mimo obaw związanych z motywacją niektórych suwerennych inwestorów, dążąc do pozyskania kapitału, musi akceptować warunki stawiane przez PFM. Z punktu widzenia państwa przyjmującego inwestycje PFM, zasadniczą korzyścią jest więc zwiększony dostęp do kapitału finansowego, co ujawnił kryzys finansowy 2008 roku, w czasie trwania którego PFM pochodzące z państw rozwijających się wsparły zachodnie banki in-

⁶⁵ R. Avendaño, J. Santiso, „Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds”, *OECD Development Centre Working Paper* 2009, nr 283, s. 29–30.

⁶⁶ W. Schubert, L. Barenbaum, „The sovereign wealth fund controversy: The issues and suggestions”, *Journal of Applied Business and Economics* 2010, t. 11, nr 2; B.P. Winder, op. cit., s. 32; S. Curto, „Sovereign wealth funds in the next decade”, w: O. Canuto, M. Giugale (red.), *The Day after Tomorrow. A Handbook on the Future of Economic Policy in the Developing World*, Washington D.C. 2010, s. 246.

⁶⁷ S. Behrendt, „An update on Arab sovereign wealth funds”, w: S. Behrendt, B. Kodmani (red.), op. cit., s. 6.

⁶⁸ „Asset-backed insecurity”, op. cit., s. 63–65.

westycyjne 70 mld dol. Tym samym PFM zapobiegły dalszemu pogłębieniu kryzysu⁶⁹.

Inwestycje PFM, jeśli są uwarunkowane politycznie i nie wynikają z rachunku ekonomicznego, rodzą obawy. Państwa starają się ograniczyć napływ inwestycji w tych dziedzinach, które według nich mają wpływ na bezpieczeństwo narodowe lub mogą zakłócić funkcjonowanie narodowych rynków finansowych poprzez niekorzystną interwencję obcego rządu. Znamienne jest, że zastrzeżenia względem PFM wysuwają przede wszystkim Stany Zjednoczone i państwa Europy Zachodniej. Niektórzy autorzy zwracają uwagę na fakt, że państwa zaniepokojone ekspansją PFM to państwa, które tego rodzaju podmiotów nigdy nie posiadały. Stąd brak zrozumienia takiej formy aktywności państwa w Stanach Zjednoczonych. Swoistą odpowiedzią na ekspansję bliskowschodnich i azjatyckich PFM jest utworzenie przez Francję w 2008 roku Strategicznego Funduszu Inwestycyjnego (Fonds Stratégique d'Investissement), który ma za zadanie chronić akcje kluczowych francuskich przedsiębiorstw przed przejęciem przez obcy kapitał⁷⁰.

Wbrew obawom państw Zachodu, PFM jedynie w nielicznych przypadkach zażądały bezpośredniego wpływu na procesy zarządcze w przyjmowanych instytucjach. Sytuacja ta zdaje się zaprzeczać tezie o politycznych uwarunkowaniach działań funduszy. Fakt ten ma jednak dość proste wytłumaczenie. Wiele PFM z państw pozbawionych tradycji rynkowych nie dysponuje kadrami odpowiednią do zarządzania międzynarodowymi instytucjami finansowymi. Z tego względu PFM w znacznej mierze polegają na zagranicznych doradcach i menedżerach, co umniejsza ich znaczenie jako narzędzi realizacji celów państwa⁷¹.

Obawy związane z działalnością PFM nie muszą dotyczyć bezpieczeństwa narodowego. Rozpowszechniony jest pogląd, że podmioty prywatne dokonują efektywniejszej alokacji zasobów niż sektor publiczny. Tym samym przyjmowanie kontroli nad prywatnymi przedsiębiorstwami przez PFM może rodzić obawy, że w ich wyniku przedsiębiorstwa te przestaną być rentowne. Ponadto PFM – jako instytucje państwowe – mogą być mniej wrażliwe na sygnały płynące z rynku i tym samym zwiększać nieefektywność i niestabilność międzynarodowej przestrzeni finansów⁷². Ponadto operacje państwowych funduszy majątkowych nie tylko mogą zakłócić kierunki przepływu kapitału, lecz również doprowadzić do ponownego upowszechnienia praktyk protekcyjnych i ograniczeń w przepływie kapitału⁷³.

⁶⁹ J. Kirshner, „Sovereign wealth funds and national security: The dog that will refuse to bark”, *Geopolitics* 2009, t. 14, z. 2, s. 305; S. Curto, op. cit., s. 242; „The invasion of the sovereign-wealth funds”, op. cit., s. 11.

⁷⁰ R. Ostaszewski, op. cit., s. 14.

⁷¹ B.P. Winder, op. cit., s. 34.

⁷² R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, op. cit., s. 1360.

⁷³ K.C. Lavelle, op. cit., s. 135; E. Helleiner, op. cit., s. 301.

Należy przy tym wspomnieć, że kontrowersje związane z działalnością PFM od dawna towarzyszyły takim podmiotom. Na długo przed upowszechnieniem tego rodzaju suwerennych inwestorów najstarszy z PFM – Kuwait Investment Office – zakupił w 1987 roku 20% akcji prywatyzowanego wówczas British Petroleum. Jednak w wyniku interwencji rządu Margaret Thatcher fundusz został zmuszony do odsprzedaży ponad połowy udziałów⁷⁴. Niemniej jednak międzynarodowa debata na temat skutków działania PFM zapoczątkowana została latem 2007 roku, gdy przesunięcie geoeconomicznej siły z państw Zachodu na Wschód stawało się coraz bardziej widoczne, a podmioty państwowe zaczęły mieć coraz większy wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych⁷⁵.

Powyższe obawy spójności międzynarodowej związane z ekspansją PFM wynikają m.in. z braku międzynarodowych regulacji dotyczących działalności funduszy. Do częściowego uregulowania kwestii PFM w międzynarodowym systemie finansowym przyczyniło się przyjęcie w październiku 2008 roku wspomnianych już zasad z Santiago (*Santiago Principles*). Jest to opracowany przez 26 państw posiadających PFM zbiór zasad, którymi mają się kierować fundusze majątkowe. Jednak podporządkowanie się poszczególnych funduszy tym regulacjom jest dobrowolne, a większość zapisów dość ogólna⁷⁶.

Podsumowując, ostatnie lata to okres szybkiego rozwoju państwowych funduszy majątkowych. Stanowią one stosunkowo nowy mechanizm akumulacji bogactwa przez państwa. Tym samym PFM są emanacją geoeconomicznego działania państwa ze względu na cel, jakim jest bogactwo narodów. Działające coraz większymi aktywami fundusze stały się istotnym graczem na międzynarodowych rynkach finansowych i mechanizmem realizacji politycznych i gospodarczych celów państwa. Działalność tych podmiotów budzi wiele zastrzeżeń ze strony państw rozwiniętych. Jednak obawy te trudno jest uzasadnić dynamiką wzrostu czy wielkością aktywów posiadanych przez PFM. Trudności stwarza zmiana w międzynarodowej przestrzeni finansowej, której jednym z przejawów jest ekspansja PFM. Problemy kojarzone z PFM są tak naprawdę efektem przesunięcia bogactwa w gospodarce światowej i odzwierciedleniem zmian w kierunkach międzynarodowych przepływów kapitału. Ponadto rozwój PFM świadczy o odwróceniu od tendencji prywatyzacyjnych na rynkach finansowych i postępującej redefinicji roli państwa w międzynarodowym systemie finansów.

⁷⁴ „Asset-backed insecurity”, op. cit., s. 65.

⁷⁵ S. Behrendt, op. cit., s. 5; M.A. El-Erian, „Sovereign wealth funds in the new normal”, *Finance & Development*, czerwiec 2010, s. 45; J. Kirshner, op. cit., s. 305–306.

⁷⁶ A. Rozanov, op. cit., s. 22; International Working Group on Sovereign Wealth Funds, *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) – Santiago Principles*, <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm> [dostęp 18.01.2012].

RAFAŁ ULATOWSKI

PAŃSTWO A PRZEDSIĘBIORSTWA KRAJOWE NA RYNKU MIĘDZYNARODOWYM. PRZYKŁAD NIEMIEC

1. WSTĘP

Niemcy są od dziesięcioleci czołowym eksporterem towarów i usług. Oferta niemieckich przedsiębiorstw koncentruje się na produktach średniowysokiej techniki. Co drugie miejsce pracy w Niemczech znajduje się w branży zorientowanej na eksport. Około 1/3 sprzedaży niemieckich przedsiębiorstw osiągnana jest z produkcji eksportowej. Doświadczenia ostatnich dziesięcioleci pokazują, iż wysoki standard życia obywateli Niemiec jest wprost proporcjonalnie zależny od rozwoju eksportu¹. Sukcesy eksportowe Niemiec sprawiły, iż do powszechnego użytku w Niemczech wszedł termin „mistrz świata w eksporcie”², który jest używany zarówno w prasie³, jak i w publikacjach niemieckich instytucji publicznych⁴.

Drugim tradycyjnym elementem integracji gospodarki niemieckiej z gospodarką światową są inwestycje, zarówno zagranicznych przedsiębiorstw w Niemczech, jak i niemieckich przedsiębiorstw za granicą. Niemcy są od lat czołowym eksporterem kapitału. W latach 2007–2010 niemieckie inwestycje

¹ Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Handelspolitik EU/WTO*, <http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/Aussenwirtschaft/handelspolitik-eu-wto.html> [dostęp 12.12.2011].

² *Exportweltmeister*.

³ D. Heß, A. Hoffbauer, „Deutschland bleibt wohl Exportweltmeister”, *Handelsblatt*, 11 marca 2009, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/chinas-exporteuren-geht-die-luft-aus-deutschland-bleibt-wohl-exportweltmeister/3132496.html> [dostęp 14.12.2011].

⁴ J. Steinfelder, „Exportweltmeister Deutschland – Titel auf Zeit? Der deutsche Außenhandel 2006 und seine Märkte”, *Wirtschaft und Statistik* 2007, nr 4, s. 362–369.