

Dariusz Urban

Uniwersytet Łódzki

PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE JAKO PRZYKŁAD INNOWACYJNEGO NARZĘDZIA W DZIEDZINIE ZARZĄDZANIA FINANSAMI PAŃSTWA

Streszczenie: Rynek instytucjonalnych podmiotów inwestycyjnych, które określane są wspólnym mianem państwowych funduszy majątkowych, należy do najszybciej rozwijającego się segmentu rynku finansowego. Z roku na rok rośnie też znaczenie tych podmiotów zarówno w architekturze światowych finansów, jak i w gospodarkach krajów, z których się wywodzą. Państwowe fundusze majątkowe są nowym narzędziem zarządzania finansami, poprzez które państwa starają się sprostać ekonomicznym wyzwaniom, stającym przed nimi w globalnej gospodarce na progu XXI wieku. Odzwierciedlają również rosące znaczenie gospodarek z rynków wschodzących oraz próby redefiniowania zależności państwo – rynki finansowe. W opracowaniu przedstawiono charakterystykę tych podmiotów oraz ukazano korzyści ekonomiczne płynące z funkcjonowania tych funduszy.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, finanse państwa.

1. Wstęp

Ostatnie dekady były w gospodarce światowej okresem wzrostu gospodarczego, rosnącej wymiany handlowej, znoszenia barier w przepływie dóbr, usług i kapitału oraz postępującej integracji oraz globalizacji, a także zwiększania się ekonomicznej i politycznej roli oraz znaczenia gospodarek z krajów wschodzących. Był to jednocześnie okres, w którym narastały nierównowagi w wymianie handlowej między krajami, występowały z różną siłą kryzysy finansowe i gospodarcze zarówno w pojedynczych krajach rozwijających się, gospodarkach rozwiniętych, jak i na skalę międzynarodową. Globalne przepływy finansowe uwypukliły słabe strony porządku finansowego świata w tym słabość państwa i gospodarki w sytuacji nagłego zatrzymania strumienia kapitału napływającego do gospodarki przy jednoczesnym silnym jego odpływie z rynku krajowego (*sudden stop*). W dziedzinie finansów nastąpiła zasadnicza zmiana, polegająca na odejściu od finansowania opartego na systemie bankowym w kierunku finansowania przez rynki finansowe, których obecna siła stanowi zagrożenie dla każdej gospodarki. W odpowiedzi na zmieniające się warunki i turbulentne otoczenie, w jakim przyszło państwom funkcjonować, większość z nich aktywnie rozpoczęła poszukiwanie nowych narzędzi i sposobów na re-

alizację swoich celów. Pierwotnym sposobem okazało się akumulowanie przez kraje znaczących rezerw walutowych, które z jednej strony umożliwiały zabezpieczenie się na wypadek kryzysów finansowych, z drugiej zaś stwarzały możliwość interwencji walutowych, zmierzających do utrzymywania kursu krajowej waluty na poziomie zapewniającym konkurencyjność gospodarki na globalnym rynku. Skutkowało to w niektórych krajach dalszym wzrostem nadwyżki finansowej, której źródłem były zyski pochodzące z eksportu. Proces gromadzenia rezerw walutowych doprowadził do sytuacji, gdy w wielu krajach przekraczają one wszystkie wskaźniki uznawane za optymalne i zalecane. Rosnące koszty alternatywne utrzymywania nadmiernych rezerw walutowych skłoniły niektóre kraje do wyodrębnienia specyficznych podmiotów gospodarczych, których podstawowym zadaniem stało się inwestowanie tychże rezerw w sposób odmienny niż dotychczas. W ten sposób powstały państwowe fundusze majątkowe. Te nowe podmioty gospodarcze są z jednej strony instytucjonalnymi finansowymi innowacjami na rynkach międzynarodowych, a jednocześnie przykładem nowego typu narzędzi, zaprojektowanych do zarządzania finansami państwa i wspierania krajowej polityki gospodarczej. Co warte podkreślenia, występują one w gospodarkach o różnych formach sprawowania władzy politycznej, a także odmiennych typach ustroju gospodarczego. Celem opracowania jest ukazanie ekonomicznych korzyści, jakie pojawiają się wraz z utworzeniem przez państwo tego typu podmiotów. Artykuł składa się z dwóch części. W pierwszej przedstawiona została krótka charakterystyka tych funduszy w kontekście ich genezy, rozwoju oraz stanu aktualnego. W części drugiej ukazane są ekonomiczne i finansowe korzyści płynące dla gospodarki danego kraju z tytułu posiadania tych podmiotów.

2. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych

Jak sugerują Gilson i Milhaupt, zainteresowanie i kontrowersje, jakie budzą państwowe fundusze majątkowe, są wynikiem ścierania się dwóch odmiennych, konkurujących ze sobą koncepcji odnoszących się do roli państwa w gospodarce. Według pierwszej z nich, określanej mianem kapitalizmu rynkowego (*market capitalism*), to pojedyncze przedsiębiorstwa są podmiotami, których zadaniem i celem jest maksymalizacja ich wartości. Ten typ kapitalizmu charakteryzuje gospodarki rozwinięte, w których występują zakazy subsydiowania przedsiębiorstw ze strony państwa, przestrzegane są zasady wolnego handlu oraz swobodnego przepływu czynników produkcji. Wszystkie te zasady mają zapobiegać przenoszeniu przez rządy zasady maksymalizacji zysku z poziomu indywidualnych jednostek gospodarczych na poziom państwa. W przeciwieństwie do tej koncepcji w wielu krajach rozwijających się akceptowany jest i powszechnie stosowany kapitalizm państwowy (*state capitalism*), wobec którego używane jest także określenie nowy merkantylizm. W tej formie kapitalizmu to kraj jako całość jest jednostką, mającą na celu maksymalizację jego wartości, co wiąże się z ważniejszą rolą rządu/państwa jako bezpośredniego uczestnika i koordynatora działań do tego zmierzających. O ile w krajach rozwiniętych przekonanie, że wolny handel oraz konkurencja między przedsiębiorstwami przy-

czynią się do wzrostu produktu krajowego brutto, jest kwestią wiary, o tyle dla gospodarek rozwijających się – szczególnie tych, których przedsiębiorstwa konkurować muszą ze swoimi odpowiednikami z krajów rozwiniętych – państwo jest podmiotem, który ma za zadanie wyrównywanie szans. W nowym merkantylizmie państwo usiłuje zapewnić, by działalność na poziomie jednostek gospodarczych prowadziła do maksymalizacji korzyści ekonomicznych, społecznych i politycznych na poziomie kraju jako całości¹.

Państwowe fundusze majątkowe oferują państwom/rządom możliwość powtórne- go zaznaczenia swojej suwerenności i władzy względem rynków finansowych, od których poprzez globalizację finansów kraje te stały się zależne². Powstanie i rozwój rynku państwowych funduszy majątkowych jest przejawem nowej rzeczywistości ekonomicznej i politycznej XXI wieku, w której to w warunkach globalnego kapitalizmu faworyzowane są podmioty władające aktywami finansowymi kosztem państwowych instytucji czy warunków ekonomicznych panujących w krajach zachodnich³.

Reasumując, rynek instytucjonalnych podmiotów inwestycyjnych – określanых wspólnym terminem państwowe fundusze majątkowe – stwarza państwom, z których się one wywodzą, możliwość realizacji dotychczasowych celów ekonomicznych w zmieniających się warunkach globalnej konkurencji. Podmioty te są innowacyjnym narzędziem w dziedzinie zarządzania finansami państwa, a równocześnie odzwierciedlają zmianę, jaka dokonuje się w wielu krajach w kontekście postrzegania roli państwa w gospodarce rynkowej.

Termin „państwowe fundusze majątkowe” funkcjonuje zarówno na płaszczyźnie naukowej, jak i w powszechnym użyciu dopiero od kilku lat. Jako pierwszy użył go Andrew Rozanov w roku 2005 w artykule *Who holds the wealth of nations?*, w którym wskazał na nowy typ podmiotów państwowych, które nie mieściły się jego zdaniem w dotychczasowej klasyfikacji – nie były typowymi państwowymi funduszami emerytalnymi (*traditional public pension funds*) ani też bankami centralnymi, czyli podmiotami, których aktywa wykorzystywane były do wspierania krajowej waluty⁴. I choć samo pojęcie państwowe fundusze majątkowe jest relatywnie nowe, to kilka tego typu podmiotów funkcjonowało w gospodarce światowej od lat. Pierwszym państwowym funduszem majątkowym był powołany do życia w 1953 roku Kuwait Investment Authority (KIA), kolejnym zaś Revenue Equalization Reserve Fund, który pojawił się w roku 1956⁵. W rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych

¹ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and corporate governance: A minimalist responds to the new mercantilism*, „Stanford Law Review” 2008, vol.60, issue 5, s. 1346.

² A. Monk, *Sovereignty in the era of global capitalism: The rise of sovereign wealth funds and the power of finance*, „Social Science Research Network”, 2010, No. 1587327, s. 4.

³ A. Dixon, A. Monk, *Rethinking sovereign in sovereign wealth funds*, „Social Science Research Network” 2010, no. 1652701, s.27.

⁴ A. Rozanov, *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal” 2005, vol.15, no. 4.

⁵ D.F. Das, *Sovereign wealth funds: The Institutional Dimension*, „International Review of Economics” 2009, 56, s. 88. W literaturze dotyczącej zagadnienia państwowych funduszy majątkowych napotkać można opinię, że pierwowzorem tego typu organizacji był Caisse des Dépôts et Consignations powołany do życia we Francji w 1816 roku.

wyróżnić można dwa okresy: lata siedemdziesiąte ubiegłego wieku oraz przełom XX i XXI wieku. W pierwszym okresie powstały takie podmioty, jak: Singapore Temasek Holdings (1974), Abu Dhabi Investment Authority (1976), Alberta Heritage Fund (1976), Alaska Permanent Funds (1976). Natomiast w drugim okresie wśród wielu innych powołane do życia zostały m.in.: Taiwan National Stabilization Fund (2000), Stabilization Fund of Russian Federation (2003), Qatar Investment Authority (2005), Dubai International Financial Center Investment (2006), China Investment Company (2007), National Welfare Fund (2008). Ostatnim tego typu podmiotem, który zaistniał na rynku, jest pochodzący z Brazylii Sovereign Fund of Brazil (2009)⁶. Obecnie na rynku tym funkcjonuje 50 podmiotów uznawanych za państwowe fundusze majątkowe, a łączna wartość aktywów będących w ich dyspozycji wyceniana była na koniec 2010 roku na poziomie 4111 mld USD⁷. Kraje, które mają największy udział pod względem wartości aktywów będących w posiadaniu tych funduszy, to: Chiny – 24%, Zjednoczone Emiraty Arabskie – 18%, Norwegia – 12%, Arabia Saudyjska – 11%, Singapur – 10%, Kuwejt – 5% oraz Rosja – 4%. Największe fundusze to: Abu Dhabi Investment Authority, Government Pension Fund-Global, SAMA Foreign Holdings, SAFE Investment Company and China Investment Corporation⁸.

W literaturze dotyczącej państwowych funduszy majątkowych funkcjonuje co najmniej kilka definicji tego terminu. OECD definiuje tego typu podmioty jako będące własnością państwa narzędzie inwestycyjne finansowane za pomocą środków pochodzących z wymiany handlowej⁹. Natomiast według Komisji Europejskiej państwowe fundusze inwestycyjne to narzędzia inwestycyjne będące własnością państw, które zarządzają krajowymi oraz międzynarodowymi aktywami finansowymi¹⁰. Najpełniejsza i najbardziej precyzyjna definicja państwowych funduszy majątkowych została przedstawiona przez International Working Group of SWFs. Zakłada ona, że państwowe fundusze majątkowe są to: szczególnego rodzaju fundusze inwestycyjne oraz porozumienia będące własnością rządu centralnego i utworzone przez niego w celach makroekonomicznych. Fundusze te posiadają aktywa, zarządzają i administrują nimi w oparciu o motywy finansowe, stosując przy tym różnego rodzaju strategie inwestycyjne, włączając w to inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe. Podstawowym źródłem środków finansowych wykorzystanych do tworzenia państwowych funduszy majątkowych są nadwyżki w wymianie handlowej z zagranicą, operacje walutowe, procesy prywatyzacyjne, nadwyżki budżetowe i/lub wpływy wynikające z eksportu surowców¹¹.

⁶ www.swfinstitute.org, 22.02.2011.

⁷ Tamże.

⁸ IFSL, *Sovereign wealth funds 2010*, „International Financial Services London Research” 2010, March.

⁹ OECD, *International investments of sovereign wealth funds: Are new rules needed*, OECD Investment News Letter, October 2007, issue 5, s. 1.

¹⁰ European Commission Communication, *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, COM(2008) 115 final, 27 February 2008, s. 3.

¹¹ IWG, *Sovereign wealth funds, Generally accepted principles and practices*, „Santiago Principles”, October 2008, s. 3.

Państwowe fundusze majątkowe – ze względu na źródło środków finansowych, które posłużyły do ich utworzenia – podzielić można na dwie podstawowe grupy: fundusze oparte na aktywach pochodzących z eksportu surowców naturalnych, w przeważającej mierze ropy naftowej (*commodity funds*), oraz fundusze, których aktywa pochodzą z innych źródeł, w tym m.in. z nadwyżki osiągananej z wymiany handlowej (*non-commodity funds*). Działalność inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych ma charakter globalny i obejmuje szeroką gamę sektorów, w tym: bankowość i ubezpieczenia, telekomunikację, transport, przemysł chemiczny i motoryzacyjny, budownictwo, handel nieruchomościami, ochronę zdrowia, branżę lotniczą oraz przemysł wydobywczy.

Przypuszczać można, że wskutek rosnących cen surowców oraz w wyniku utrzymującej się – a być może nawet pogłębiającej się wraz z upływem czasu – nierównowagi w wymianie handlowej pomiędzy gospodarkami, państwowe fundusze majątkowe będą w najbliższych latach jedną z najszybciej rozwijających się grup inwestorów instytucjonalnych na świecie. Kolejnym, nie mniej ważnym czynnikiem determinującym wzrost zainteresowania państwowymi funduszami majątkowymi może okazać się charakter prowadzonej przez USA polityki pieniężnej (*quantitative easing*), która wywiera wpływ na rentowność alokowania rezerw walutowych w rządowe papiery dłużne tego kraju. Istnieją tym samym podstawy, by sądzić, że w ciągu najbliższych lat pod względem zgromadzonych funduszy państwowe fundusze majątkowe wyprzedzą oficjalny poziom rezerw walutowych zgromadzonych przez wszystkie kraje.

3. Korzyści makroekonomiczne płynące z funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych

Rezerwy walutowe zgromadzone przez gospodarkę danego kraju dostarczają dwójakich korzyści ekonomicznych. Po pierwsze, stanowią formę zabezpieczenia gospodarki na wypadek kryzysu, kiedy to prawdopodobny staje się odpływ kapitału za granicę i/lub zatrzymanie jego napływu na rynek krajowy. Po drugie, umożliwiają realizację strategii wzrostu opartej na eksporcie, w której to strategii interwencje walutowe, zmierzające do utrzymywania kursu waluty krajowej na poziomie poniżej jego wyceny rynkowej, są nieodłącznym elementem, dysponowanie zaś odpowiednimi rezerwami walutowymi stanowi warunek podstawowy powodzenia takich działań. Zalecany poziom rezerw walutowych, jakie powinny być zgromadzone przez gospodarkę danego kraju, wyznaczany jest w oparciu o 3 podstawowe mierniki. Są nimi relacja rezerw walutowych do całkowitego zadłużenia krótkookresowego (*Greenspan-Guidotti rule*), poziom rezerw w porównaniu z agregatem pieniężnym M2 oraz wielkość rezerw walutowych w odniesieniu do wielkości importu. Wedle pierwszej miary rezerwy walutowe winny pokrywać całkowitą wielkość rocznego zadłużenia kraju, zgodnie z drugim miernikiem stanowić winny 15-20% agregatu M2, natomiast w przypadku trzeciego wskaźnika rezerwy powinny pokrywać wartość

3-4-miesięcznego importu kraju. Badania przeprowadzone w tym zakresie dowodzą, że niektóre kraje posiadają rezerwy większe niż poziom referencyjny uznawany za wystarczający, optymalny dla danej gospodarki¹². Nadmierny poziom rezerw walutowych w skali świata oszacowany był w 2007 roku na kwotę 3007 mld USD¹³.

Nadmierny poziom zakumulowanych rezerw walutowych, których źródłem może być zarówno nadwyżka w wymianie handlowej, jak i dochody z eksportu surowców naturalnych, jest czynnikiem konstytuującym powstanie funduszy majątkowych. Posiadanie przez dany kraj tego typu innowacyjnych instrumentów finansowych, które traktować można również jako nowe, alternatywne narzędzie polityki gospodarczej (narzędzie zarządzania finansami państwa), wiąże się z możliwością czerpania przez gospodarkę licznych korzyści natury ekonomicznej.

Po pierwsze, podmioty te stwarzają możliwość zmniejszenia lub nawet eliminacji kosztu alternatywnego¹⁴ związanego z posiadaniem nadmiernych rezerw walutowych poprzez ich zainwestowanie w sposób odmienny od tradycyjnego modelu realizowanego przez władze monetarne, czyli modelu zakładającego alokowanie głównie w rządowe papiery wartościowe o niskim ryzyku i niskiej stopie zwrotu. Środki finansowe zgromadzone w państwowych funduszach majątkowych inwestowane są w znacznie szerszą gamę aktywów, obejmującą m.in.: akcje i udziały spółek, które to aktywa cechują się wyższą stopą zwrotu przy jednoczesnym wyższym ryzyku. Państwowe fundusze majątkowe są w tym wypadku dowodem zmiany, jaka dokonała się w sferze postrzegania przez rząd procesu inwestowania zasobów będących w jego dyspozycji. Tradycyjny, konserwatywny sposób zarządzania rezerwami ustąpił częściowo miejsca nowej strategii, zakładającej dywersyfikację ryzyka i akceptację wyższego poziomu tego ryzyka przy jednoczesnym nakierowaniu na wyższą oczekiwaną stopę zwrotu¹⁵.

Po drugie, państwowe fundusze majątkowe wykorzystywane są do zarządzania strumieniem kapitału napływającego do gospodarki. W sytuacji, gdy wielkość tego strumienia jest znacząco większa od strumienia wypływającego, prowadzi to do znanych w literaturze negatywnych konsekwencji ekonomicznych, spośród których wymienia się: aprecjację kursu walutowego, inflację, generowanie baniek spekulacyjnych w różnych klasach krajowych aktywów, spotęgowanie wahań koniunkturalnych, zaburzenia mechanizmu cenowego oraz nierównowagę na krajowym rynku finansowym. Państwowe fundusze majątkowe są w tym wypadku nowym kanałem dystrybucji środków finansowych, które napłynęły do gospodarki w wyniku dodatkiego

¹² R. Green, T. Torgerson, *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, Department of Treasury: Office of International Affairs, Occasional Paper No. 6, March 2007, s. 3-7.

¹³ P. Sedláček, *Státní Investiční Fondy – Významny Institucionální Investor Globálních Finančních Thru*, „Acta Oeconomica Pragensia” 2010, 2, s. 6.

¹⁴ IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 29 February, Washington 2008, s. 4.

¹⁵ R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, *Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist responds to the new mercantilism*, „Stanford Law Review” 2008, vol. 60, issue 5, s. 1346-1347.

salda wymiany handlowej¹⁶. Zarządzanie kapitałem napływającym do gospodarki poprzez jego transfer do tego typu funduszy jest szczególnie uzasadnione w przypadku małych gospodarek, które mają ograniczone możliwości zaabsorbowania tego kapitału oraz tych posiadających znaczące zasoby surowców naturalnych. W przypadku tych drugich państwowe fundusze majątkowe stwarzają możliwość ograniczenia albo też wręcz całkowitego wyeliminowania efektów klątwy surowcowej (choroby holenderskiej)¹⁷. Odbywa się to poprzez przekierowanie części strumienia kapitału napływającego na krajowy rynek finansowy i alokowanie go na rynkach międzynarodowych.

Po trzecie, działalność inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych stanowi dla gospodarki zabezpieczenie przed wahaniami cen surowców oraz wahaniami w działach lub sektorach kluczowych dla danej gospodarki. Jest to zatem narzędzie polityki antycyklicznej, nakierowanej na niwelowanie wahań koniunkturalnych, wynikających ze zmian cen surowców i towarów eksportowych. Wahania te mają negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, a ponadto znacząco utrudniają prowadzenie długookresowej, stabilnej polityki fiskalnej. Państwa powołują do życia państwowe fundusze majątkowe nie dlatego, że są bogate w zasoby naturalne, lecz przez fakt, iż posiadanie gospodarki opartej na surowcach powoduje uzależnienie od wahań popytu i cen surowców na rynkach międzynarodowych¹⁸. Cel ten realizują państwowe fundusze majątkowe poprzez inwestowanie w aktywa, których stopa zwrotu jest ujemnie skorelowana ze stopą zwrotu aktywów, których ryzyko uznawane jest za podstawowe ryzyko, na jakie narażona jest gospodarka danego kraju¹⁹.

Po czwarte – jak przekonują Clark i Monk²⁰ – te będące własnością państwa podmioty tworzą podstawy stabilności makroekonomicznej gospodarki poprzez wyodrębnienie części zakumulowanego majątku, odseparowanie go od doraźnych zastosowaniach na rynku krajowym i zainwestowanie poza granicami kraju. Tym samym państwowe fundusze majątkowe umożliwiają międzypokoleniowy transfer środków pochodzących z eksploatacji surowców naturalnych, są więc narzędziem przechowywania bogactwa kraju dla przyszłych pokoleń. Inwestowane przez te podmioty na rynkach światowych środki finansowe – ze względu na oczekiwaną wyższą stopę zwrotu w relacji do tradycyjnego sposobu zarządzania rezerwami – pozwalają na czerpanie przez gospodarkę swoistej premii względem oczekiwanej realnej stopy wzrostu gospodarki.

¹⁶ A. Arreaza, L. Castilla, C. Fernández, *The coming of age of sovereign wealth funds: Perspectives and policy issues within and beyond borders*, „Global Journal of Emerging Market Economies” 2009, 1(1), s. 26.

¹⁷ S. Cehajic, *Sovereign wealth funds: Contingent risks and a laissez-faire approach complemented with a „just in case” reactive regulatory framework*, „Social Science Research Network” 2009, no. 1494291, s.18.

¹⁸ A. Monk, *Sovereignty in the era of global capitalism...*, s.10.

¹⁹ R.W. Lam, M. Rossi, *Sovereign wealth funds – Investment strategies and financial distress*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds” 2010, vol. 15, no. 4, s. 305.

²⁰ G. Clark, A. Monk, *Sovereign wealth funds: Form and function in the 21st century*, „Social Science Research Network” 2010, no. 1675091, s. 16.

Po piąte – na co wskazuje Raymond²¹ – państwowe fundusze majątkowe mogą w warunkach kryzysu pełnić funkcję inwestorów ostatniej instancji, wspierających krajowe podmioty gospodarcze. Podczas ostatniego kryzysu finansowego podmioty te wykorzystywane były w kilku krajach do dokapitalizowania krajowego systemu bankowego oraz jako narzędzie interwencji na lokalnej giełdzie papierów wartościowych. Podmioty te stanowią także mogą narzędzie przeciwdziałania atakom spekulacyjnym, a pośrednio – poprzez zaangażowanie w system bankowy – mogą być elementem wspierającym i stymulującym gospodarkę do ponownego wejścia na ścieżkę wzrostu gospodarczego.

Po szóste, państwowe fundusze majątkowe umożliwiają zabezpieczenie aktywów przed spadkiem ich siły nabywczej. W warunkach obecnego systemu walutowego (płynne kursy walutowe oraz system kreacji pieniądza) inwestowanie majątku za pośrednictwem państwowych funduszy majątkowych może być sposobem zapewniającym utrzymanie siły nabywczej aktywów będących w posiadaniu państwa. Niska stopa zwrotu z obligacji skarbu państwa w połączeniu z ekspansywną polityką monetarną realizowaną przez niektóre kraje, podawać mogą w wątpliwość efektywność ekonomiczną inwestowania aktywów danej gospodarki w papiery dłużne lub walutę tak scharakteryzowanych państw. Inwestowanie środków finansowych poprzez państwowe fundusze majątkowe na różnych rynkach i w różnych krajach w szeroką gamę aktywów stwarza możliwość zabezpieczenia się przed niebezpieczeństwem nagłego lub też powolnego spadku wartości posiadanego majątku. Według Ping i Chao dla krajów, których waluta nie jest walutą rezerwową, inwestowanie rezerw za pośrednictwem państwowych funduszy majątkowych jest najbardziej praktycznym sposobem zabezpieczania siły nabywczej aktywów, a jednocześnie mechanizmem regulowania ryzyka walutowego²².

Po siódme, analizowane podmioty gospodarcze realizować mogą alternatywną formę sterylizacji pieniężnej w stosunku do tej prowadzonej przez bank centralny. W tym aspekcie podmioty zwiększające szanse powodzenia prowadzonej polityki monetarnej mogą być traktowane jako pewnego rodzaju substytutu krajowych władz monetarnych. W odróżnieniu jednak do banków centralnych, realizujących sterylizację na rynku krajowym, działania państwowych funduszy majątkowych uznać można za pewną alternatywną formę sterylizacji, odbywa się ona bowiem z wykorzystaniem rynków zagranicznych, na których alokowane są aktywa z krajowego rynku finansowego. Korzyści wynikające z tego typu działalności mają dwojaki charakter. Po pierwsze, możliwe jest osiągnięcie tych samych celów co w przypadku interwencji banku centralnego na rynku krajowym (przeciwdziałanie inflacji, uniemożliwianie powstawania i rozwoju baniek spekulacyjnych, zapewnianie konkurencyjności gospodarki poprzez stabilizację kursu walutowego itd.), w tym aspekcie

²¹ H. Raymond, *Sovereign Wealth Funds As a Investors of Last Resort During Crises*, Université de Paris Ouest Nanterre la Défense, Working Paper, 2010-2012, s. 1-4.

²² X. Ping, Ch. Chao, *The theoretical logic of sovereign wealth funds*, „Social Science Research Network” 2009, no.1420618, s. 12.

państwowe fundusze majątkowe mogą raczej wspierać działania banku centralnego niż je zastępować. Po drugie, działalność inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych pozwala na alokowanie krajowych środków finansowych w aktywa o wyższej stopie zwrotu. Jak dowodzą Arreaza, Castilla i Fernandez państwowe fundusze majątkowe stanowią alternatywę wobec sterylizacji realizowanej przez krajowe władze monetarne przy użyciu takich narzędzi, jak: interwencje walutowe, zmiany rezerw obowiązkowych w bankach, opodatkowanie napływającego do kraju kapitału krótkookresowego, które to działania są każdorazowo kosztowne, a ponadto trudne do prowadzenia w długim okresie z jednakową efektywnością²³.

Zalety funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych przedstawione zostały z perspektywy gospodarki kraju, z którego podmioty te się wywodzą. Nie wyczerpuje to listy korzyści, jakie wiążą się z funkcjonowaniem tego typu podmiotów. Korzyści pojawiają się także na płaszczyźnie gospodarki światowej. Ta kategoria inwestorów instytucjonalnych ze względu na długookresowy horyzont podejmowanych inwestycji, unikanie dźwigni finansowej, pasywny charakter w odniesieniu do posiadanych praw własności, brak krótkookresowych zobowiązań i wynikający z tego brak nacisku na krótkookresowe wyniki finansowe stanowić może element stabilizujący gospodarkę światową. Podmioty te mogą, według Becka i Fidory brać udział w podziale i dywersyfikacji globalnego ryzyka inwestycyjnego²⁴. Co więcej, działalność inwestycyjna tych podmiotów, przesuująca część rezerw walutowych krajów poza segment rynku rządowych papierów dłużnych oraz waluty (głównie obligacje rządu USA oraz dolar amerykański – jako podstawowe aktywa rezerwowe), może skutkować ograniczeniem narastania nierównowagi finansowej w gospodarce globalnej²⁵, nierównowagi, która przejawia się występowaniem z jednej strony znaczącego deficytu handlowego w Stanach Zjednoczonych, z drugiej zaś nadwyżki w krajach Azji Południowo-Wschodniej, a być może nawet przyczyniać się do jej zmniejszania.

Przedstawione powyżej dowody wydają się uprawniać do stwierdzenia, że państwowe fundusze majątkowe odgrywają znaczącą i trudną do przecenienia ekonomiczną rolę zarówno w gospodarce danego kraju, jak i na płaszczyźnie międzynarodowej. Ich innowacyjny charakter zwiększa szanse osiągnięcia przez państwo celów polityki ekonomicznej, a także tworzy nową jakość w dziedzinie zarządzania finansami państwa.

4. Podsumowanie

Celem niniejszego opracowania było zaprezentowanie innowacyjnego narzędzia zarządzania finansami państwa, którym są państwowe fundusze majątkowe, z punktu widzenia roli, jaką odgrywają w gospodarce. Podmioty te zarządzają nadmiernymi

²³ A. Arreaza, L. Castilla, C. Fernández, wyd. cyt., s. 26.

²⁴ R. Beck, M. Fidora, *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, „European Central Bank Occasional Paper Series” 2008, no. 91, s. 24.

²⁵ R. Beck, M. Fidora, *Sovereign wealth funds – Before and since the crisis*, „European Business Organization Law Review” 2009, no.10, s. 354.

rezerwami walutowymi zgromadzonymi przez kraje w sposób odmienny od przyjętego do tej pory, tradycyjnego sposobu alokowania rezerw w papiery rządowe oraz waluty obce. W przeciwieństwie do tej metody podmioty te prowadzą działalność inwestycyjną na rynkach międzynarodowych, alokując, będące w ich dyspozycji, środki finansowe w szerszą gamę aktywów, m.in. w akcje i udziały spółek, akceptując ponoszenie związanego z tego typu działalnością wyższego ryzyka. Odzwierciedlają zmianę, jaka dokonała się w dziedzinie inwestowania przez rządy. Pasywne zarządzanie rezerwami, nastawione na zabezpieczanie wartości oraz zapewnienie płynności lokowanych środków, ustąpiło miejsca aktywnemu poszukiwaniu wyższej stopy zwrotu z posiadanych aktywów przy jednoczesnym godzeniu się na ponoszenie wyższego ryzyka. Funkcjonowanie tych podmiotów przynosi liczne korzyści finansowe i ekonomiczne gospodarce kraju, z którego się one wywodzą. Państwowe fundusze majątkowe pozwalają gospodarce danego kraju minimalizować koszty alternatywne związane z posiadaniem rezerw, a tym samym zabezpieczają posiadane aktywa przed spadkiem ich siły nabywczej. Podmioty te tworzą nowy kanał zarządzania strumieniem kapitału, jaki napływa do gospodarki, umożliwiając przeciwdziałanie negatywnym ekonomicznym konsekwencjom związanym z jego napływem. Instytucje te są ponadto narzędziem polityki gospodarczej państwa, które umożliwia zabezpieczenie gospodarki przed wahaniami cen i popytu na międzynarodowych rynkach surowców, a także stwarza podstawy stabilności makroekonomicznej. Państwowe fundusze majątkowe wspierają również władze monetarne w realizacji polityki pieniężnej państwa, zwiększając swoją działalnością prawdopodobieństwo jej powodzenia, a w sytuacji, gdy gospodarkę dotyka kryzys, wykorzystywane mogą być jako inwestorzy ostatniej instancji do wsparcia giełdy, instytucji sektora finansowego oraz innych gałęzi gospodarki. Najbliższe lata przyniosą odpowiedź na pytanie, w jakim kierunku ewoluować będą te podmioty. Czy jak do tej pory łączyć będą w sobie cechy globalnych inwestorów i krajowych podmiotów gospodarczych, czy też nastąpi wśród nich specjalizacja i wyodrębnią się państwowe fundusze majątkowe nastawione na uczestnictwo w międzynarodowych rynkach finansowych oraz państwowe fundusze majątkowe ukierunkowane na wspieranie krajowych gospodarek.

Literatura

- Arreaza A., Castilla L., Fernández C., *The coming of age of sovereign wealth funds: Perspectives and policy issues within and beyond borders*, „Global Journal of Emerging Market Economies” 2009, vol. 1, no. 1. .
- Beck R., Fidora M., *Sovereign wealth funds-before and since the crisis*, „European Business Organization Law Review” 2009, no.10.
- Beck R., Fidora M., *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, „European Central Bank Occasional Paper Series” 2008, no. 91.
- Cehajic S., *Sovereign wealth funds: Contingent risks and a laissez-faire approach complemented with a „just in case” reactive regulatory framework*, „Social Science Research Network” 2009, no. 149429.

- Clark G., Monk A., *Sovereign wealth funds: Form and function in the 21st century*, „Social Science Research Network” 2010, no. 1675091, s.16.
- Das D.F., *Sovereign wealth funds: The institutional dimension*, „International Review of Economics” 2009, no. 56.
- Dixon A., Monk A., *Rethinking sovereign in sovereign wealth funds*, „Social Science Research Network” 2010, no.1652701.
- European Commission Communication, *A Common European Approach To Sovereign Wealth Funds*, COM(2008) 115 final, 27 February 2008.
- Gilson R.J., Milhaupt C.J., *Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist responds to the new mercantilism*, „Stanford Law Review” 2008, vol. 60, issue 5.
- Green R., Torgerson T., *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, Department of Treasury: Office of International Affairs, Occasional Paper no. 6, March 2007.
- IFSL, *Sovereign wealth funds 2010*, „International Financial Services London Research”, March 2010.
- IMF, *Sovereign wealth funds. A Work Agenda*, February 29. Washington 2008.
- IWG, *Sovereign wealth funds. Generally accepted principles and practices*, „Santiago Principles”, October 2008.
- Lam R.W., Rossi M., *Sovereign wealth funds – Investment strategies and financial distress*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds” 2010, vol. 15, no. 4.
- Monk A., *Sovereignty in the era of global capitalism: The rise of sovereign wealth funds and the power of finance*, „Social Science Research Network” 2010, no. 1587327.
- OECD, *International Investments of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed*, OECD Investment News Letter, October 2007, issue 5.
- Ping X., Chao Ch., *The theoretical logic of sovereign wealth funds*, „Social Science Research Network” 2009, no. 1420618.
- Raymond H., *Sovereign Wealth Funds as a Investors of Last Resort during Crises*, Université de Paris Ouest Nanterre la Défense, Working Paper, 2010-12.
- Rožanov A., *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal” 2005, vol. 15, no. 4.
- Sedláček P., *Státní Investiční Fondy – Významny Institucionální Investor Globalních Finančních Thru*, „Acta Oeconomica Pragensia” 2010, no. 2.
- www.swfinstitute.org.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS AN INNOVATIVE TOOL OF MANAGEMENT IN THE FIELD OF GOVERNMENT FINANCE

Summary: The article presents Sovereign Wealth Funds in the context of government finance management. The main objective of the paper is to describe economic and finance benefits that these innovative investment vehicles provide to the domestic economy. Sovereign Wealth Funds are new financial mechanisms of economic policy that help countries to achieve their goals in the global economy at the beginning of XXI century.