

Dawid Dawidowicz

Fundusze majątkowe jako nowy sposób na długoterminową stabilizację finansów publicznych

Ekonomiczne Problemy Usług nr 100, 31-43

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

DAWID DAWIDOWICZ

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

**FUNDUSZE MAJĄTKOWE JAKO NOWY SPOSÓB
NA DŁUGOTERMINOWĄ STABILIZACJĘ FINANSÓW
PUBLICZNYCH**

Wstęp

Fundusze majątkowe, mimo iż pierwsze z nich powstały w latach pięćdziesiątych ubiegłego wieku, istotnego znaczenia nabrały dopiero w pierwszej dekadzie XXI wieku.

Tworzone i kontrolowane przez poszczególne rządy odgrywają coraz większą rolę na światowych rynkach finansowych, realizując różne funkcje i zadania. Liczba funduszy majątkowych na świecie wzrasta, co świadczy o powodzeniu i znaczącej roli tych instytucji dla poszczególnych krajów.

Celem artykułu jest identyfikacja oraz ocena sposobu działania funduszy majątkowych na świecie, które mogą przyczyniać się do wsparcia budżetów poszczególnych państw i w ten sposób stabilizować finanse publiczne.

1. Istota i rodzaje funduszy majątkowych

Fundusze majątkowe FM lub SWFs, z ang. *Sovereign Wealth Funds*, są definiowane jako „podmioty inwestycyjne tworzone w celu długoterminowego lokowania trwałych nadwyżek państwowych rezerw dewizowych w globalne

aktywa finansowe”¹. Cechą charakterystyczną tych funduszy jest to, że są tworzone i zarządzane przez rządy poszczególnych państw lub podmioty od nich zależne i służą ich interesom. Ponadto mają możliwość inwestowania w zagraniczne aktywa finansowe (papiery dłużne i udziałowe), a poza nadwyżkami budżetowymi i rezerwami walutowymi są finansowane z przychodów pochodzących ze sprzedaży (eksportu) zasobów naturalnych (gaz, ropa naftowa) lub prywatyzacji majątku państwowego². Tak jak wszystkie fundusze inwestycyjne działające na rynkach finansowych mają średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny.

Można wyróżnić pięć rodzajów funduszy majątkowych³:

- stabilizacyjne,
- oszczędnościowe,
- inwestujące rezerwy walutowe,
- rozwojowe,
- emerytalne.

Zasadniczym celem działania funduszy stabilizacyjnych jest ochrona gospodarki i budżetu przed wahaniami zmian cen surowców, w wypadku funduszy oszczędnościowych nacisk położony jest na transformację nieodnawialnych aktywów na bardziej zdywersyfikowany portfel aktywów i łagodzenie skutków tzw. choroby holenderskiej⁴. Z kolei w wypadku funduszy inwestujących rezerwy walutowe chodzi o to, aby zwiększyć ich wartość przez inwestowanie, traktując je w dalszym ciągu jako aktywa rezerwowe. Celem funduszy rozwojowych jest angażowanie aktywów w istotne z punktu widzenia kraju inwestycje przemysłowe, co ma przyczynić się do ich wzrostu, a także w inne projekty spo-

¹ P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej*. Część I. *Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy nr 111, SGH, Warszawa 2011, s. 80 i 81.

² R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze majątkowe*, www.sovereignwealthfunds.pl/wp.../09/SovereignWealthFunds.pdf (12.04.2012).

³ Zob. *ibidem*, s. 9. Zob. K. Marchewka-Bartkowiak, *Państwowe fundusze stabilizacyjne – problemy czy szansa na długoterminowe równoważenie budżetu państwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 546, Ekonomiczne Problemy Usług nr 36, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 206.

⁴ Choroba holenderska gospodarki – nazwa zaczerpnięta od kraju, na przykładzie którego po raz pierwszy zauważono zależność, iż odkrycie i intensywne eksploatacja surowców naturalnych, których w danym kraju jest dużo, powoduje regres pozostałych działów gospodarki.

łeczno-gospodarcze. Celem funduszy emerytalnych jest zabezpieczenie przyszłych zobowiązań emerytalnych wobec obywateli⁵.

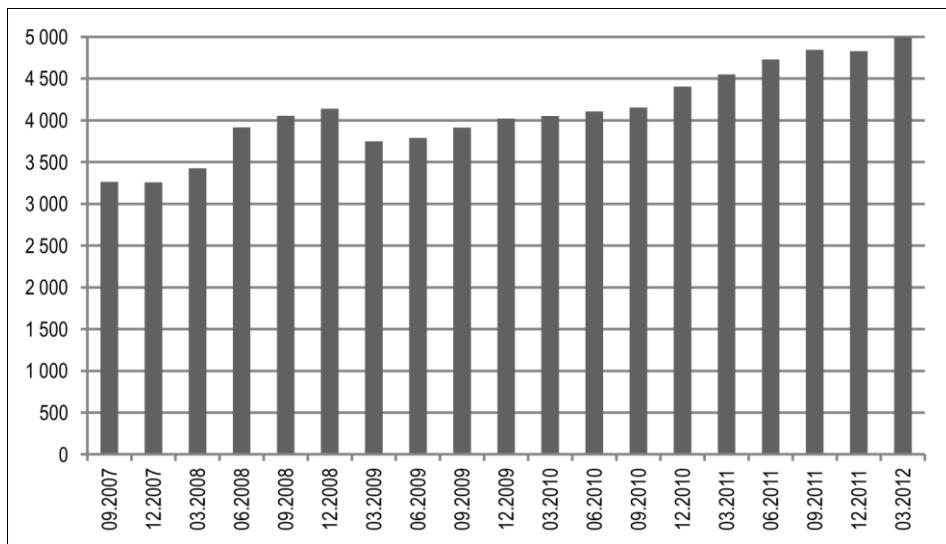
Należy zwrócić uwagę na to, że niektóre z wymienionych funduszy majątkowych mogą być swoistymi funduszami hybrydowymi łączącymi cechy kilku innych funduszy majątkowych, np. fundusz stabilizacyjno-rozwojowy⁶.

2. Rozwój funduszy majątkowych na świecie

Analizując rodzaje funduszy majątkowych, można stwierdzić, że każdy z tych funduszy w pewien sposób może przyczynić się do stabilizacji lub do wsparcia finansów publicznych. Jak wskazują wyniki badań, fundusze majątkowe nie tylko mogą, ale także skutecznie wpływają na rynki finansowe. Ich wartość z roku na rok wzrasta, co zobrazowano na rysunku 1.

⁵ Zob. D. Urban, *Sovereign Funds – New players on global financial markets*, „Comparative Economic Research” (dokument elektroniczny) 2009, Vol. 12, No. 1–2, s. 117.

⁶ Zob. R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze...*

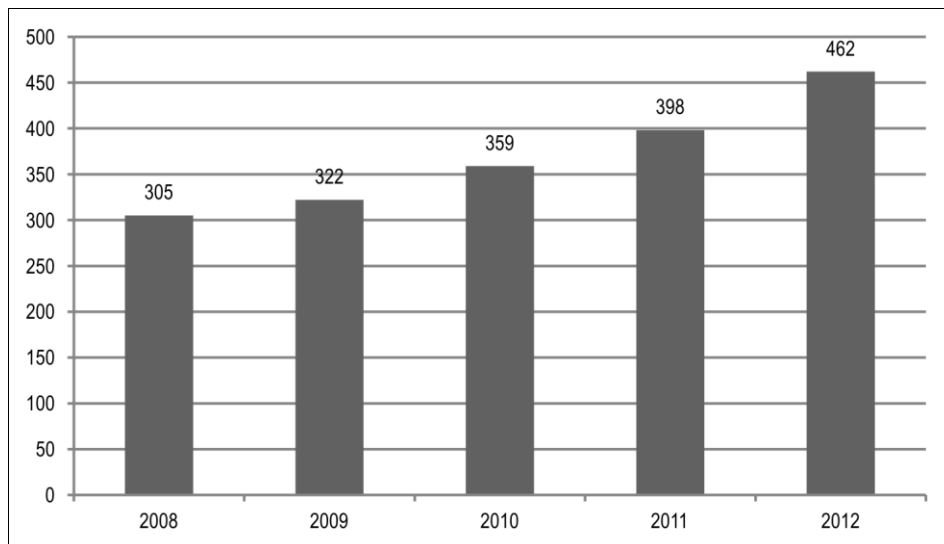


Rys. 1. Wartość aktywów funduszy majątkowych SWF w latach 2007–2011 na koniec danego kwartału (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Recent Sovereign Wealth Fund Market Size by Quarter*, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (23.04.2012).

Analizując dane na wykresie 1 można stwierdzić, że cechą charakterystyczną funduszy majątkowych było to, że wartość ich aktywów mimo światowego kryzysu finansowego uległa stosunkowo nieznacznej zmianie w 2009 roku. Na koniec 2009 roku wartość aktywów FM była o 2,85% niższa od wartości aktywów tych funduszy na koniec 2008 roku.

Jednak na podstawie danych zawartych na rysunku 2 można stwierdzić, że w zależności od źródła wartość zarządzanych aktywów FM może się nieznacznie różnić.



Rys. 2. Wartość zarządzanych aktywów funduszy majątkowych w latach 2008–2011 (w mld USD)

Źródło: *The 2012 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*, Executive summary, s. 1, <http://www.preqin.com/item/2012-preqin-sovereign-wealth-fund-review/1/4985#DescriptionLong> (22.05.2012).

Na rysunku 2 można zauważyć wyraźny trend wzrostowy bez spadku wartości aktywów FM w 2009 roku.

Istotne z punktu widzenia wartości zgromadzonych aktywów FM jest to, że wartość tych aktywów już w 2009 roku przewyższała wartość aktywów zgromadzonych przez fundusze private equity oraz fundusze hedgingowe. W związku z czym FM były piątymi pod względem zgromadzonych aktywów po bankach, funduszach emerytalnych, funduszach inwestycyjnych oraz ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych podmiotami instytucjonalnymi na rynku⁷.

Warto dodać, że wśród funduszy majątkowych dominują także dwie ich odmiany: fundusze surowcowe oraz fundusze niesurowcowe. Fundusze surowcowe utożsamia się z funduszami stabilizacyjnymi⁸ (nie stanowi to jednak zasa-

⁷ Zob. P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych...*, s. 89; R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze...*, s. 4.

⁸ Zob. R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze...*, s. 10.

dy). Uwzględniając ten podział, należy zaznaczyć, iż na rynku funduszy majątkowych przeważającą część stanowią fundusze surowcowe. Oznacza to, że głównym źródłem finansowania tych funduszy są nadwyżki środków pochodzących z eksportu surowców naturalnych danego kraju⁹. Są to fundusze finansowane środkami pochodzącymi przede wszystkim z eksportu gazu ziemnego oraz ropy naftowej.

Istnieją wypadki stanowiące wystarczający dowód na to, że fundusze stabilizacyjne skutecznie mogą finansować budżet państwa w czasie spadku cen surowców (ropy naftowej) na rynkach finansowych¹⁰.

Z punktu widzenia postawionego celu pracy jako stabilizacyjny charakter funduszy majątkowych dla budżetu państwa (lub dla gospodarki danego kraju co ma pośredni wpływ na budżet) można przyjąć z jednej strony fundusze stabilizacyjne, ale także fundusze oszczędnościowe, gdyż ich celem poza zapewnieniem kapitału dla przyszłych pokoleń jest długoterminowa stabilność budżetowa¹¹, która może zostać zachwiana w związku z nadmiernymi wydatkami budżetowymi w przyszłości.

Na rysunku 3 przedstawiono klasyfikację funduszy stabilizacyjnych.

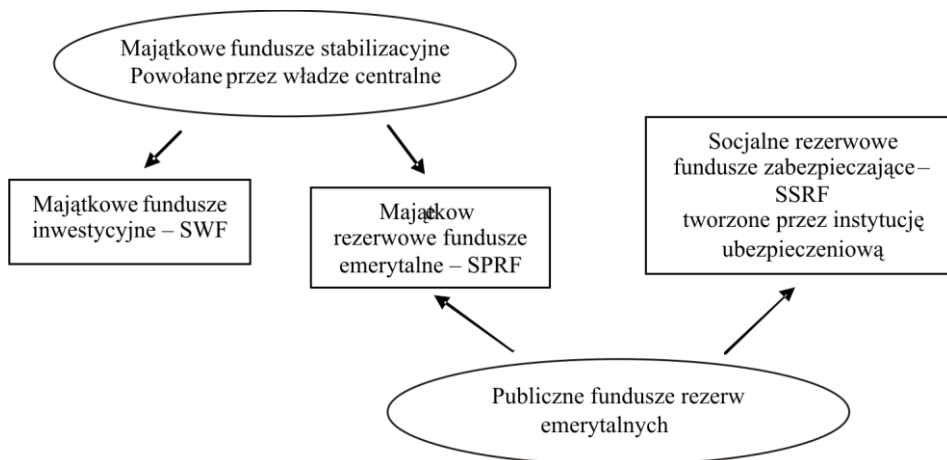
Składają się one zasadniczo z funduszy inwestycyjnych oraz rezerwowych funduszy emerytalnych (SPRF). Warto dodać, że publiczne fundusze rezerw emerytalnych osiągały w poprzednich latach wyznaczone przez siebie stopy zwrotu, a ich wyniki były lepsze od ich rynkowych wzorców odniesienia¹².

⁹ Zob. P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych...*, s. 83.

¹⁰ Przykładem jest rosyjski Fundusz rezerwowy, zob. R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze...*, s. 10.

¹¹ *Ibidem*, s. 11.

¹² J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, *Financial Market Trends*, OECD 2000, s. 157 (stwierdzenie dotyczy okresu sprzed 2007 r.).



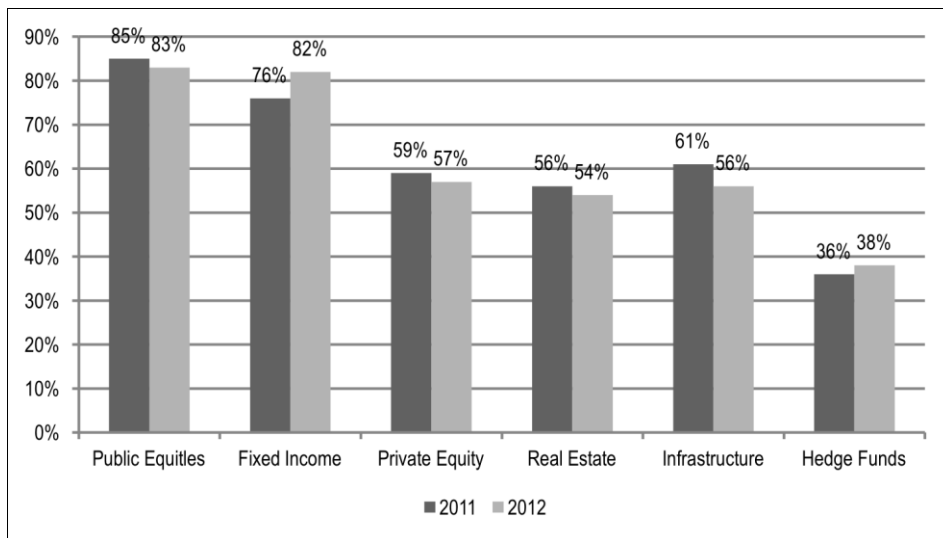
Rys. 3. Klasyfikacja funduszy stabilizacyjnych

Źródło: K. Marchewka-Bartkowiak, *Państwowe fundusze stabilizacyjne...*, s. 207. Rysunek zmodyfikowany względem oryginału w zakresie nazw funduszy¹³.

Dane przedstawione na rysunku 4 pozwalają stwierdzić, że fundusze majątkowe istotnie angażują się w akcje spółek publicznych, instrumenty o stałym dochodzie – papiery dłużne, ale także w private equity, nieruchomości oraz w inwestycje infrastrukturalne, dzięki czemu stanowią „największą (...) kategorię globalnych inwestorów instytucjonalnych angażujących się w tzw. aktywa alternatywne”¹⁴.

¹³ Modyfikacja polegała na usunięciu z nazw poszczególnych funduszy słowa „państwowe” i zastąpienie tego określenia słowem „majątkowe”. Wynika to z braku dokonania w literaturze polskiej stosownej dyskusji nad polskim określeniem Sovereign Wealth Funds. W większości dotychczasowej literatury polskiej SFW tłumaczy się jako „państwowe fundusze majątkowe”. Istnieją jednak argumenty przemawiające za tym, iż takie tłumaczenie wprowadza ryzyko nieprawidłowego kierunku analiz i wniosków dla polskiego systemu finansów publicznych.

¹⁴ P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych...*, s. 93.



Rys. 4. Udział funduszy majątkowych w poszczególnych klasach aktywów w 2011 i 2012 roku

Źródło: The 2012 Preqin Sovereign Wealth Fund Review. Executive summary, s. 2, <http://www.preqin.com/item/2012-preqin-sovereign-wealth-fund-review/1/4985#DescriptionLong> (22.05.2012)

Inwestycje funduszy majątkowych, szczególnie dokonane w okresie światowego kryzysu finansowego w latach 2007–2009, świadczą o istotnym stabilizacyjnym wpływie tych instytucji na światowe rynki finansowe. Przykładem tego jest dokapitalizowane sektora finansowego w 2008 roku kwotą 640 mln USD wyłącznie przez 7 funduszy majątkowych¹⁵.

Także analiza przeprowadzona przez R. Becka i M. Fidora dowodzi, że fundusze majątkowe dopiero w ostatnich latach są znaczącym uczestnikiem rynków finansowych. Dzięki tym funduszom rządy poszczególnych państw mogą realizować własne strategie inwestycyjne istotnie różniące się od strategii stosowanych przez banki centralne. Ich skuteczność w stabilizowaniu gospodarek może być jednak uzależniona od motywów decyzji inwestycyjnych. Bez wątplenia mogą się one przyczyniać do stabilizacyjnego wpływu na rynki finan-

¹⁵ Zob. R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze...*, s. 16.

sowe przez inwestowanie w szereg instrumentów finansowych, takich jak obligacje korporacyjne, fundusze inwestycje czy nieruchomości¹⁶.

3. Zagrożenia związane z działalnością funduszy majątkowych

Analizując dane dotyczące publicznych majątkowych funduszy rezerw emerytalnych (PPRE) z dominującym udziałem rezerwowych majątkowych funduszy emerytalnych (SPRF), można dostrzec zbieżność wykorzystania aktywów z tych funduszy w tym samym czasie, co ma nastąpić w latach 2020–2025¹⁷. Z jednej strony fundusze takie poprzez ich wykorzystanie przyczynić się mogą do stabilizacji budżetów poszczególnych państw, z drugiej strony trudno jest określić wpływ na rynki finansowe wycofania w tym samym czasie znacznej ilości aktywów z tych funduszy. Podobnie jak stabilizacyjny charakter miały inwestycje tych funduszy w poszczególne aktywa, tak sprzedaż tych aktywów może przyczynić się do destabilizacji rynku. Zależać to będzie jednak od skali wycofywanego kapitału oraz czasu, w którym to nastąpi (w okresie hossy na światowych rynkach może przyczynić się to do wystąpienia pewnej korekty na rynku – co z punktu widzenia długoterminowego trendu rosnącego jest dla rynku zjawiskiem normalnym i z punktu widzenia technicznego pożądanym). Ponadto będzie to zależać od koncentracji takich działań w konkretnych regionach świata (fundusze majątkowe stosunkowo dobrze dywersyfikują swoje portfele inwestycyjne, lokując środki na różnych rynkach finansowych, przez co wpływ na konkretny rynek finansowy może być stosunkowo niewielki). Żeby móc jednoznacznie stwierdzić negatywne konsekwencje funduszy majątkowych na rynki finansowe w sytuacji ich skumulowanego wycofywania się z tych rynków, należałoby przeprowadzić dogłębne badania w tym zakresie.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że FM znacząco różnią się od innych inwestorów. Poza motywami finansowymi w inwestowaniu mogą kierować się także przesłankami politycznymi. Motywy polityczne w zarządzaniu funduszami majątkowymi mogą powodować nadmierne ryzyko portfela tych funduszy oraz prowadzić do zachwiania cen aktywów na światowych rynkach. Szczególnym zagrożeniem jest nagła sprzedaż aktywów powodowana moty-

¹⁶ R. Beck, M. Fidora, *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, Occasional paper series, European Central Bank, nr 91, lipiec 2008, s. 24.

¹⁷ Zob. K. Marchewka-Bartkowiak, *Państwowe fundusze stabilizacyjne...*, s. 208 i 209.

wami politycznymi, która mogłaby doprowadzić do destabilizacji rynków finansowych¹⁸.

Obawy te nie są bez uzasadnienia, co potwierdzają wyniki badania przeprowadzone przez Hany H. Makhlouf¹⁹, która stwierdza, że istnieją obawy, iż fundusze takie mogą być wykorzystane do wrogich przejęć ważnych przedsiębiorstw w poszczególnych krajach²⁰. Zwraca się szczególną uwagę na możliwość nabywania istotnych z punktu widzenia danego kraju udziałów przez takie fundusze w spółkach przemysłowych²¹. W 2008 roku nie było jednak dowodów na to, aby takie obawy mogły zostać potwierdzone²².

Podobne obawy podnosi S. Davidson, który zwraca uwagę na to, że wielu obserwatorów funduszy majątkowych dostrzega problem ich kontroli przez poszczególne rządy oraz tego, że mogą realizować polityczne cele. Postuluje jednocześnie, aby tak regulować przepisy prawa w poszczególnych krajach, żeby ograniczały one możliwości manipulacji na rynkach kapitałowych w tych krajach²³.

W związku z tymi zagrożeniami postuluje się dużą przejrzystość FM w zakresie jawności polityki inwestycyjnej oraz sprawozdawczości, m.in. informacji o składzie portfeli inwestycyjnych tych funduszy.

Wyniki badań dotyczące aktywności funduszy majątkowych na terenie Polski pozwalają wnioskować, że „korzyści wynikające z ewentualnego zaangażowania SWF szczególnie w odniesieniu do inwestycji infrastrukturalnych – znacznie przewyższają elementy ewentualnego ryzyka związanego z aktywnością tych funduszy”²⁴.

Badania dotyczące wpływu światowego kryzysu finansowo w latach 2007–2009 na działalność funduszy majątkowych dowodzą, że kryzys wpłynął

¹⁸ R. Beck, M. Fidora, *The impact of sovereign...*, s. 24.

¹⁹ Hany H. Makhlouf, *Sovereign Wealth Funds*, „International Journal of Government Financial Management” 2010, Vol. X, No. 1, s. 35.

²⁰ Przykładem jest nabywanie włoskich przedsiębiorstw przez FM, w związku z czym minister spraw zagranicznych Włoch wyraził obawy o takie praktyki i wezwał do większej kontroli tych instytucji, zwłaszcza w obawie przed wzrostem ich udziałów powyżej 5% w danych spółkach, patrz „Financial Times”, 21 października 2008 r. i „The Economist”, 20 września 2008 r.

²¹ R. Beck, M. Fidora, *The impact of sovereign...*, s. 24.

²² Zob. D. Urban, *Sovereign Funds...*, s. 128.

²³ Zob. Sinclair Davidson, *Should we worry about sovereign wealth funds?*, „Policy” 2010, Vol. 26, No. 3, s. 41.

²⁴ P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny w gospodarce światowej*. Część II. Ryzyko praktyk protekcyjnych a przejrzystość SWF, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, Zeszyt Naukowy nr 112, SGH, Warszawa 2011, s. 79.

na fundusze majątkowe na sześć sposobów²⁵. Po pierwsze, w związku z poniesieniem strat wynikających ze spadku wartości posiadanych w portfelach inwestycyjnych aktywów (akcji) nastąpił przepływ do mniej ryzykownych i bardziej płynnych aktywów. Po drugie, nastąpiło spowolnienie napływu nowych środków do funduszy majątkowych. Po trzecie, nastąpiło wykorzystanie części aktywów funduszy do stabilizowania krajowych gospodarek. Po czwarte, nastąpiło większe zaangażowanie i nabywanie udziałów w ważnych zachodnich przedsiębiorstwach (dzięki ich niskiej wycenie). Po piąte, nastąpiła poprawa wizerunkowa funduszy majątkowych (m.in. w związku z przyczynieniem się do stabilizacji gospodarek, a także zwiększonej przejrzystości ich działalności) oraz po szóste, zwiększyła się koordynacja działań funduszy majątkowych z działaniami innych podmiotów instytucjonalnych na rynkach finansowych²⁶.

Podsumowanie

Fundusze majątkowe to podmioty, które można zaliczyć do nowego typu podmiotów instytucjonalnych. W ciągu ostatniej dekady można było zauważyć wzrost ilości nowych funduszy majątkowych, jak również wzrost wartości zgromadzonych przez nie aktywów. Fundusze te mimo zawirowań na światowych rynkach finansowych dzięki szerokiej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych potrafiły ochronić zgromadzone przez nie aktywa, poza (w zależności od źródła) stosunkowo nieznaczny ich spadek w 2009 roku. Są to instytucje, które mogą istotnie przyczynić się do stabilizacji rynku finansowego przez realizowane inwestycje, ale także do wsparcia budżetu państwa (łagodzenia nadmiernego deficytu) w sytuacji spadku cen surowców światowych. Pewnym zagrożeniem dla rynków finansowych, a pośrednio także dla budżetów poszczególnych państw może być wpływ celów politycznych na politykę inwestycyjną takich funduszy oraz to, że w wypadku funduszy oszczędnościowych czas działalności takich funduszy jest określony. Może to skutkować załamaniem się rynków lub wyhamowaniem wzrostu cen aktywów na rynkach finansowych w sytuacji systematycznego wycofywania w określonym czasie znacznego kapitału z tych rynków związanego z realizacją zysków i likwidacją takich funduszy.

²⁵ Zob. B.J. Balin, *The impact of the global economic crisis on sovereign wealth funds*, Asian-Pacific Economic Literature, Journal compilation, Crawford School of Economics and Government, The Australian National University and Blackwell Publishing Asia Pty Ltd 2010, s. 7.

²⁶ Zob. *ibidem*.

Analiza wyników dotychczasowych badań funduszy majątkowych przeprowadzonych na świecie pozwala stwierdzić, że działalność funduszy majątkowych należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia ich stabilizacyjnej roli na finanse publiczne oraz rynki finansowe. Mimo to, ze względu na stosunkowo krótki okres działania większości funduszy majątkowych w dalszym ciągu potrzebne są bardziej szczegółowe badania wpływu poszczególnych funduszy na finanse publiczne w poszczególnych krajach, a także wpływu takich funduszy na rynki finansowe.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS A NEW WAY FOR LONG-TERM STABILIZATION OF PUBLIC FINANCES

Summary

The main goal of the article was identification and evaluation activity of sovereign wealth funds, which can have stabilization influence for public finances.

Sovereign wealth funds (SWFs) are a new type of institutional investors. From early 2000's, their value increased as well as increase the value of their accumulated assets. They become important institution on financial markets. Despite world financial crisis in 2007–2009, assets of the SWFs were decreased only in 2009. They have good diversification of their investment portfolios. The most important for the stabilization effect to budget have two kinds of sovereign wealth funds: stabilization funds and sovereign pension reserve funds. The article gives examples of the stabilization effect of SWFs to budgets and domestic economy.

The main concern about SWFs is strategic intension some of these funds. It's because there are managed by the governments or by the companies depend from governments. That in conjunction with lack of information about their investment policy makes that some of the sovereign wealth funds may be used for the political purposes. Another worrying fact is that some of the SWFs will be liquidated at the same time which can lead to financial turmoil.

So far, there is no evidence that SWFs could have political purposes and current activities of SWFs can be evaluated positively. There are also needed further research about influence of SWFs on the financial markets and public finances.

Translated by Dawid Dawidowicz