



PISM | POLSKI INSTYTUT SPRAW MIĘDZYNARODOWYCH  
THE POLISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AFFAIRS

# BIULETYN

Nr 125 (1567), 18 grudnia 2017 © PISM

Redakcja: Sławomir Dębski ● Bartosz Wiśniewski ● Rafał Tarnogórski  
Katarzyna Staniewska (sekretarz redakcji)

Karolina Borońska-Hryniewiecka ● Anna Maria Dynier ● Aleksandra Gawlikowska-Fyk  
Sebastian Płóciennik ● Patrycja Sasnal ● Justyna Szczudlik ● Marcin Terlikowski ● Tomasz Żornaczuk

## Rola państwowych funduszy majątkowych w światowej gospodarce – wnioski dla Polski

Damian Wnukowski

*Państwowe fundusze majątkowe stały się ważnymi inwestorami w globalnej gospodarce. Mogą stanowić nie tylko źródło kapitału, ale także instrument polityki zagranicznej. Z punktu widzenia Polski współpraca z nimi może być korzystna m.in. dla realizacji inwestycji, w tym infrastrukturalnych czy rozwoju rynku kapitałowego. Należy jednak brać pod uwagę związane z tym wyzwania, w tym częsty brak transparentności funduszy. Od kilku lat rozważa się także stworzenie polskiego funduszu majątkowego. Można by go wykorzystać nie tylko do inwestowania środków za granicą, ale także do zachęcania innych funduszy do zaangażowania w Polsce.*

Państwowe fundusze majątkowe (PFM) są instytucjami publicznymi, które zarządzają aktywami zakupionymi z rezerw kapitałowych pochodzących ze sprzedaży surowców (gł. ropy i gazu, ale też np. diamentów czy miedzi), z nadwyżki handlowej lub budżetowej czy wpływów z prywatyzacji. Pierwsze PFM powstały w latach 50. XX w. na Bliskim Wschodzie. Miały one inwestować zyski ze sprzedaży ropy naftowej. Od początku XXI w. odnotowano dynamiczny wzrost liczby PFM (z ok. 20 do ponad 90 w 2016 r.) oraz wartości aktywów przez nie zarządzanych. Wynikało to m.in. z wysokich cen surowców oraz szybkiego rozwoju gospodarek wschodzących (głównie Chin), uzyskujących znaczące nadwyżki handlowe. Szacuje się, że na koniec 2016 r. PFM łącznie dysponowały aktywami wartymi ok. 7,3 bln dol. (w 2007 r. było to ok. 2,6 bln dol.), czyli ponad 15-krotnością PKB Polski. Było to więcej niż wartość aktywów funduszy hedgingowych czy *private equity*, choć mniej niż wartość np. funduszy emerytalnych, która wyniosła ponad 36 bln dol. Na koniec 2016 r. największymi funduszami były: Government Pension Fund Global (GPF) z Norwegii (ok. 860 mld dol. aktywów), China Investment Corporation (CIC – 814 mld dol.) i Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich (773 mld dol.).

**Profil działalności.** PFM są przeznaczone do zadań specjalnych, często niezwiązanych z bieżącym zarządzaniem gospodarczym. Ich celem może być sfinansowanie nieprzewidzianych wydatków czy przyszłych emerytur (fundusze oszczędnościowe), zabezpieczenie przed zmianami cen surowców (stabilizacyjne) czy wsparcie inwestycji w kraju pochodzenia (rozwojowe). Od prywatnych funduszy inwestycyjnych różni je nastawienie na działalność długofalową i realizację ryzykownych inwestycji (np. w start-upy). Długi horyzont inwestycyjny ogranicza możliwości wycofania środków w przypadku pogorszenia się koniunktury i przez to wpływa stabilizująco na gospodarkę (było to widoczne w okresie ostatniego kryzysu gospodarczego).

Fundusze majątkowe są mocno zróżnicowane, m.in. pod względem strategii inwestycyjnej czy formy prawnej. Dywersyfikują one swoje portfolio poprzez inwestycje w szeroki wachlarz aktywów, głównie w obligacje rządowe i akcje spółek (m.in. z sektora finansowego, wydobywczego i przetwórczego), ale też w nieruchomości czy projekty infrastrukturalne. Zazwyczaj PFM są inwestorami mniejszościowymi czerpiącymi zysk np. z dywidend. Fundusze mogą być zarządzane bezpośrednio przez agencje rządowe

(np. norweski GPFM), mogą też mieć formę przedsiębiorstwa państwowego (np. Korea Investment Corporation z Korei Płd.) lub spółki handlowej będącej własnością skarbu państwa (np. Temasek Holdings z Singapuru).

**Narzędzie polityki zagranicznej.** Państwa pochodzenia funduszy majątkowych, z uwagi na swoją kontrolną rolę, mogą wykorzystywać je na różne sposoby w polityce zagranicznej, np. inwestować w konkretnym kraju, aby wynagrodzić go za sprzyjające im działania lub do nich zachęcić. Przykładem może być chiński fundusz State Administration of Foreign Exchange (SAFE), który w 2007 r. zobowiązał się do kupna rządowych obligacji Kostaryki, co przyczyniło się do zerwania przez nią relacji dyplomatycznych z Tajwanem. Możliwe jest także zagrożenie wycofaniem środków w celu wywarcia nacisku politycznego. Strategia inwestycyjna funduszy może ponadto wspierać politykę danego kraju w konkretnym obszarze. W ten sposób działa norweski GPFM, który nie inwestuje m.in. w firmy łamiące prawa człowieka. Ponadto, wpisując się w norweską politykę klimatyczną, wycofuje się z lokowania środków w spółki przyczyniające się do zanieczyszczania środowiska (w tym związane z wydobyciem węgla). Z kolei chiński CIC unika inwestycji w hazard czy branżę alkoholową. Strategia działania PFM i same inwestycje (a nawet tylko ich zapowiedzi) mogą więc służyć budowie pozytywnego wizerunku kraju na świecie.

PFM mogą wpływać na strategicznie ważne firmy działające w sektorach kluczowych dla bezpieczeństwa państwa, jak np. telekomunikacja czy energetyka. Działania PFM sprzyjają też zabezpieczeniu dostaw surowców niezbędnych dla rozwoju gospodarki (poprzez inwestycje w firmy z sektora wydobywczego). Istnieje także możliwość nominowania przedstawicieli funduszu do zarządu firm, co może skutkować np. wyciekiem wrażliwych danych, w tym dotyczących technologicznego know-how. Informacje te mogą następnie zostać wykorzystane przez firmy z kraju pochodzenia funduszu.

Warto wskazać, że większość funduszy i ich aktywów jest w posiadaniu państw rozwijających się (kraje Zatoki Perskiej, Azji Południowo-Wschodniej) oraz wschodzących potęg, takich jak Chiny. PFM mogą tym samym wspierać realizację celów politycznych państw dążących do zmian w globalnym układzie sił. Zwraca się przy tym uwagę na częsty brak przejrzystości działań funduszy, co może rodzić wątpliwości co do faktycznych celów ich działań. Szczególnie dotyczy to właśnie krajów rozwijających się, Chin czy Rosji.

**Aktywność funduszy w Polsce.** Skala zaangażowania PFM w Polsce jest trudna do określenia, ponieważ duża część funduszy nie jest transparentna, ale też dokonują transakcji poprzez inne podmioty, np. spółki zależne, spółki celowe czy prywatne fundusze inwestycyjne.

Najbardziej zauważalna w Polsce jest działalność norweskiego GPFM. Posiada on akcje ok. 9 tys. firm (ponad 1% akcji wszystkich spółek notowanych na świecie) z niemal 80 krajów. W Polsce na koniec 2016 r. portfel inwestycyjny GPFM składał się z akcji 92 spółek o wartości 670 mln dol. (w tym z sektora finansowego, produkcyjnego czy budowlanego) oraz obligacji trzech emitentów (w tym Skarbu Państwa) na kwotę 2,6 mld dol. Ponadto inwestycje w Polsce dokonały m.in. ADIA, Qatar Investment Authority, Kuwait Investment Authority, SAFE (nieruchomości), Government Investment Corporation z Singapuru (finanse) czy CIC (ochrona zdrowia, telekomunikacja). Można jednak uznać, że inwestycje PFM w Polsce (oraz w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej) są znacznie mniejsze niż w zachodniej Europie czy Ameryce Północnej, gdzie rynek kapitałowy jest bardziej rozwinięty.

**Wnioski dla Polski.** Państwowe fundusze majątkowe mogą przyczynić się do rozwoju gospodarczego tworzącego je kraju i zabezpieczać finansowo wobec długofalowych wyzwań, np. zmian demograficznych. Z uwagi na ich potencjał finansowy i kontrolę rządową stają się także coraz ważniejszym elementem polityki zagranicznej państw. Przyciągnięcie PFM do Polski może się przyczynić do rozwoju rodzimego rynku kapitałowego i finansowania inwestycji, w tym dużych projektów infrastrukturalnych czy start-upów. Jest to istotne w kontekście prawdopodobnego zmniejszenia funduszy strukturalnych przeznaczonych dla Polski w nowej perspektywie finansowej UE na lata 2021–2027. Jednak instytucje chcące zaangażować się w Polsce powinny wykazać przejrzystość w oparciu o uzgodnione w 2008 r. tzw. zasady z Santiago, dotyczące m.in. transparentności polityki inwestycyjnej czy danych finansowych. Można też postulować uwzględnienie tych elementów w rozważanym na forum UE mechanizmie weryfikacji inwestycji z państw trzecich (tzw. screeningu).

Rozważając zasadność stworzenia polskiego funduszu majątkowego, należy brać pod uwagę konieczność identyfikacji źródeł kapitału na inwestycje, nastawienie na długofalową perspektywę działania czy zachowanie jego transparentności (wzorem państw z krajów rozwiniętych, jak Norwegia czy Australia). Fundusz ten mógłby mieć charakter oszczędnościowo-rozwojowy. Umożliwiłoby to inwestowanie za granicą zaoszczędzonych środków (wskazuje się np. na Fundusz Rezerwy Demograficznej) czy wpływów z zarządzania udziałami w spółkach Skarbu Państwa, ale przede wszystkim przyciągnięcie PFM do Polski i współinwestowanie z nimi (jak działa np. francuski CDC IC).