

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 403

**Finanse publiczne**

Redaktorzy naukowi  
Jerzy Sokołowski  
Michał Sosnowski



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Agnieszka Flasińska, Barbara Majewska

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Magdalena Kot

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania

znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons

Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska

(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2015

**ISSN 1899-3192**

**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-535-3**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

ul. Komandorska 118/120 53-345 Wrocław

tel./fax 71 36 80 602; e-mail:[econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)

[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Arkadiusz Bernal:</b> Discrimination of domestic supplies relative to imports for the value added tax exemptions .....	11
<b>Szymon Bryndziak:</b> Family allowance in personal income tax, in the context of tax expenditures.....	21
<b>Andrzej Czyżewski, Anna Matuszczak:</b> KRUS w budżecie rolnym Polski w długim okresie.....	30
<b>Agnieszka Deresz, Marian Podstawka:</b> Mechanizmy przestępstw podatkowych na przykładzie podatku VAT .....	42
<b>Jarosław Dziuba:</b> Fiskalne skutki kształtowania stawek podatku od nieruchomości przez miasta na prawach powiatu.....	54
<b>Malgorzata M. Hybka:</b> Discretionary tax liability reliefs in Germany and Poland .....	66
<b>Agata Jakubowska:</b> Zaufanie podstawą współpracy banku i samorządu lokalnego.....	77
<b>Aneta Kargol-Wasiluk, Adam Wyszkowski:</b> Rola rady fiskalnej w utrzymaniu dyscypliny finansów publicznych. Wnioski dla Polski .....	87
<b>Krystyna Kietlińska:</b> Rola 1% w zasilaniu organizacji pożytku publicznego (OPP) .....	102
<b>Krzysztof Kil, Mateusz Folwarski:</b> Czynniki wpływające na wynagrodzenia zarządów banków spółdzielczych w województwie małopolskim w okresie pokryzysowym .....	112
<b>Marta Kluzek:</b> Preferencyjne opodatkowanie dochodów z kapitałów pieniężnych – możliwość czy konieczność? .....	122
<b>Anna Leszczyłowska:</b> Obciążenia spółek kapitałowych podatkiem dochodowym w koncepcji <i>allowance for corporate equity</i> (ACE).....	132
<b>Robert Lisowski:</b> Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych po reformie.....	141
<b>Malgorzata Mazurek-Chwiejczak:</b> Kierunki ewolucji modeli opodatkowania konsumpcji w państwach OECD .....	153
<b>Ewelina Młodzik:</b> Źródła i rodzaje ryzyka w sektorze finansów publicznych .....	163
<b>Grażyna Musialik, Rafał Musialik:</b> Zarządzanie sektorem publicznym a preferencje publiczne .....	172
<b>Błażej Pilarczyk:</b> Podatkowa grupa kapitałowa w sektorze elektroenergetycznym w Polsce .....	183

<b>Elwira Pindyk:</b> Wpływ planu zagospodarowania na dochody gminy z tytułu podatku od nieruchomości od osób fizycznych .....	192
<b>Piotr Podsiadło:</b> Zagadnienie pomocy publicznej z perspektywy traktatowej przesłanki jej wpływu na konkurencję i wymianę handlową na rynku wewnętrznym .....	206
<b>Ireneusz Pszczółka:</b> Wybrane aspekty funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych .....	217
<b>Piotr Ptak:</b> Arithmetic of sovereign debt crisis in Europe and challenges ahead .....	227
<b>Halina Rechul:</b> Cele i zarządzanie ryzykiem jako elementy kontroli zarządczej w jednostkach sektora finansów publicznych .....	238
<b>Magdalena Rękas:</b> Wpływ zmian konstrukcji ulgi na dzieci na dochody do dyspozycji rodzin w Polsce .....	248
<b>Mateusz Rolski:</b> Banki spółdzielcze w Polsce – własność prywatna w służbie społeczności lokalnej czy przedsiębiorstwa nastawione na zysk?.....	265
<b>Jacek Sierak:</b> Selected problems of finances of municipalities in the 25 <sup>th</sup> year of self-government in Poland.....	275
<b>Karolina Sobczyk, Joanna Woźniak-Holecka, Tomasz Holecki:</b> Organizacja i finansowanie programów z zakresu profilaktyki raka szyjki macicy skierowanych do kobiet w województwie śląskim.....	289
<b>Jerzy Sokolowski:</b> Opodatkowanie osób fizycznych w Polsce podatkiem dochodowym w latach 2009-2013 .....	298
<b>Michał Sosnowski:</b> Redistributive function of fiscal policy and the income inequalities among the society.....	308
<b>Katarzyna Stabryła-Chudzio:</b> Kierunek zmian w płatnościach bezpośrednich dla rolnictwa państw członkowskich Unii Europejskiej.....	321
<b>Edyta Sygut:</b> Wydajność fiskalna a przedmiot i podstawa opodatkowania podatku akcyzowego .....	331
<b>Tomasz Śmietanka:</b> Finansowo-administracyjne aspekty współpracy JST subregionu radomskiego z samorządem województwa (w opinii wójtów, burmistrzów i starostów) .....	341
<b>Anna Świrska:</b> Metoda kalkulacji poziomu dochodów własnych gminy na potrzeby wyliczenia kwoty podstawowej subwencji wyrównawczej .....	354
<b>Zuzanna Urbanowicz:</b> Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego a decyzje Europejskiego Banku Centralnego .....	364

## Summaries

<b>Arkadiusz Bernal:</b> Dyskryminacja dostaw krajowych w porównaniu z importem w wypadku zwolnień z podatku od wartości dodanej.....	11
<b>Szymon Bryndziak:</b> Ulga prorodzinna w podatku dochodowym od osób fizycznych w kontekście <i>tax expenditures</i> .....	21
<b>Andrzej Czyżewski, Anna Matuszczak:</b> Farmers' social security fund in Polish agricultural budget in the long term.....	30
<b>Agnieszka Deresz, Marian Podstawka:</b> Mechanisms of tax frauds based on VAT.....	42
<b>Jarosław Dziuba:</b> Fiscal implications of real estate tax rates established by cities with county rights.....	54
<b>Małgorzata M. Hybka:</b> Ulgi w spłacie zobowiązań podatkowych w Niemczech i w Polsce.....	66
<b>Agata Jakubowska:</b> Trust as a fundament of cooperation between bank and local government.....	77
<b>Aneta Kargol-Wasiluk, Adam Wyszowski:</b> The role of fiscal council to maintain discipline of public finance. Some implications for Poland.....	87
<b>Krystyna Kietlińska:</b> The role of 1% of PIT and CIT in supporting charity organizations in Poland.....	102
<b>Krzysztof Kil, Mateusz Folwarski:</b> Determinants of remuneration of the cooperative banks' board members in Lesser Poland Voivodeship in the post-crisis period.....	112
<b>Marta Kluzek:</b> Preferential taxation of income from capital gains – possibility or necessity?.....	122
<b>Anna Leszczyłowska:</b> Corporate tax burden in the concept of an allowance for corporate equity (ACE).....	132
<b>Robert Lisowski:</b> Open pension funds' rates of return after the reform.....	141
<b>Małgorzata Mazurek-Chwiejczak:</b> Directions of consumption tax models evolution in OECD member states.....	153
<b>Ewelina Młodzik:</b> Sources and types of risk in the public finance sector.....	163
<b>Grażyna Musialik, Rafał Musialik:</b> Public sector management vs. public preferences.....	172
<b>Błażej Pilarczyk:</b> Tax capital group in the electricity sector in Poland.....	181
<b>Elwira Pindyk:</b> Influence of development plan on the municipality's incomes for property tax from natural persons.....	192
<b>Piotr Podsiadło:</b> A question of state aid from the perspective of the treaty premise of its effect on competition and the trade exchange on the internal market.....	206
<b>Ireneusz Pszczółka:</b> Selected aspects of the operating of sovereign wealth funds.....	217

---

<b>Piotr Ptak:</b> Arytmetyka kryzysu zadłużenia w Europie a wyzwania na przyszłość .....	227
<b>Halina Rechul:</b> Objectives and risk management as part of management control in the public finance sector.....	289
<b>Magdalena Rękas:</b> Impact of structural changes in children relief available for income for families in Poland .....	248
<b>Mateusz Rolski:</b> Co-operative banks in Poland – private property at the service of the local community or an enterprise set to the profit? .....	265
<b>Jacek Sierak:</b> Wybrane problemy finansów gmin w 25. roku samorządności terytorialnej w Polsce .....	275
<b>Karolina Sobczyk, Joanna Woźniak-Holecka, Tomasz Holecki:</b> Organisation and financing of the programmes from the scope of cervical cancer prevention targeted at women in the Silesian Voivodeship .....	289
<b>Jerzy Sokolowski:</b> Taxation of individuals in Poland with income tax in the years 2009-2013.....	298
<b>Michał Sosnowski:</b> Redystrybucyjna funkcja polityki fiskalnej a nierówności dochodów ludności .....	308
<b>Katarzyna Stabryła-Chudzio:</b> The direction of changes in direct payments for agriculture of the European Union member states.....	321
<b>Edyta Sygut:</b> Fiscal efficiency vs. the tax base of excise tax .....	331
<b>Tomasz Śmietanka:</b> Financial and administrative considerations of the cooperation of the communes and districts of Radom subregion with the self-government of the voivodeship (according to commune administrators, mayors and district administrators) .....	341
<b>Anna Świrska:</b> Calculation method for optimizing incomes from the equalized part of the subsidy transferred to municipalities.....	354
<b>Zuzanna Urbanowicz:</b> Monetary policy of the National Central Bank of Poland vs. the decisions of the European Central Bank .....	364

**Ireneusz Pszczółka**

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. K. Pułaskiego w Radomiu  
e-mail: i.pszczolka@uthrad.pl

---

## WYBRANE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

---

### SELECTED ASPECTS OF THE OPERATING OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

---

DOI: 10.15611/pn.2015.403.20

**Streszczenie:** Celem artykułu jest analiza wpływu państwowych funduszy majątkowych na wybrane aspekty funkcjonowania światowej gospodarki. Szczególny nacisk w artykule kładzie się na charakterystykę funkcjonowania PFM-ów, ocenę ich znaczenia dla stabilności rynków kapitałowych i wpływu na pozycje współczesnych walut międzynarodowych w kontekście różnorodności motywów tworzenia takich funduszy. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej oraz analiza danych statystycznych. Źródłami danych statystycznych były głównie publikacje Instytutu SWF.

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, inwestycje, rynki finansowe, oszczędności publiczne.

**Summary:** The paper discusses the impact of Sovereign Wealth Funds on the selected aspects of the functioning of global economy. The main emphasis is put on the characteristic of functioning of SWFs, the assessment of their importance for the stability of the capital markets and their impact on the positions of contemporary international currencies in the context of different motives to create such funds. The paper is based on the international literature and statistical data. The main sources of necessary data were taken from publications delivered by SWF Institute.

**Keywords:** Sovereign Wealth Funds, investment, financial markets, public savings.

## 1. Wstęp

W wielu krajach, szczególnie tych zaliczanych do grupy rynków wschodzących (*emerging markets*) oraz rynków granicznych (*frontier markets*), rządy odgrywają istotną rolę w krajowej gospodarce. Z jednej strony są to odpowiednie resorty rządowe (ministerstwo finansów, ministerstwo skarbu państwa), z drugiej finansowe i nie-finansowe podmioty gospodarcze znajdujące się pod kapitałową kontrolą państw.

Jednym z podmiotów należących do drugiej grupy i wykorzystywanych do wspierania polityki gospodarczej są państwowe fundusze majątkowe (*Sovereign Wealth Funds*). Mimo że państwowe fundusze majątkowe (PFM) istnieją już ponad 6 dekad, to dopiero w ciągu ostatnich kilkunastu lat zauważa się wzmożone zainteresowanie tym zagadnieniem w literaturze światowej.

Państwowy fundusz majątkowy to fundusz inwestycyjny zależny od państwa, który inwestuje aktywa pochodzące m.in. z nadwyżek budżetowych i rezerw walutowych. Tego typu fundusz angażuje się w szerokie spektrum klas aktywów, charakteryzujących się różnym poziomem ryzyka inwestycyjnego. W skład portfela mogą wchodzić udziałowe i dłużne papiery wartościowe, nieruchomości, projekty infrastrukturalne, fundusze typu venture capital oraz fundusze hedgingowe [Wiśniewski 2009, s. 2].

Po raz pierwszy pojęciem PFM posłużył się w 2005 roku A. Rozanov. Zauważył on, że PFM nie były ani tradycyjnymi funduszami emerytalnymi, ani klasycznymi rezerwami wspierającymi waluty [Rozanov 2005]. W 2010 roku E.M. Truman określił PFM jako znaczącą pulę kapitału pochodzącą z rządowych funduszy i inwestowaną w całości lub w znacznej części na międzynarodowych rynkach finansowych [Truman 2010]. Najbardziej szczegółową definicję PFM podała IWG (International Working Group on Sovereign Wealth Funds), według której PFM to fundusz inwestycyjny specjalnego przeznaczenia należący do Skarbu Państwa, wykreowany na potrzeby realizacji celów makroekonomicznych. PFM utrzymuje, zarządza i administruje zgromadzonymi aktywami, realizując cele finansowe za pomocą zestawu strategii inwestycyjnych zakładających przede wszystkim inwestycje w zagraniczne aktywa finansowe. PFM powszechnie ustanawiany jest na bazie środków pochodzących z nadwyżki w bilansie płatniczym, oficjalnych rezerw walutowych, dochodów z prywatyzacji, nadwyżek budżetowych i dochodów z eksportu surowców [Kemmer 2012, s. 7-8].

## 2. Rodzaje i funkcje państwowych funduszy majątkowych

Państwowe fundusze majątkowe stają się jednym z ważnych graczy na światowym rynku finansowym oraz coraz istotniejszym narzędziem zarządzania rezerwami walutowymi i nadwyżkami wypracowanymi w wielu krajowych gospodarkach. Z założenia instytucje te mają spełniać trzy podstawowe funkcje: wspierać oszczędność, zapobiegliwość oraz tworzyć bufor bezpieczeństwa (tabela 1).

W praktyce wybrane PFM-y nie wypełniają jednocześnie wszystkich wymienionych funkcji. Związane jest to bezpośrednio z ich rodzajem, a według Międzynarodowego Funduszu Walutowego można wyodrębnić następujące typy funduszy:

- Fundusze stabilizacyjne (*stabilization funds*) – ustanawiane są przez kraje bogate w surowce naturalne w celu zabezpieczenia budżetu i gospodarki przed niestabilnością cen na rynku surowców. Fundusze gromadzą aktywa w okresach wy-



**Tabela 1.** Funkcje państwowych funduszy majątkowych

Funkcje	Cele inwestycyjne	Strategia alokacji
Oszczędność	Tworzenie kapitału międzypokoleniowego, krajowa darowizna wypełniająca długoterminowe zobowiązania wynikające np. z systemu emerytalnego.	Długoterminowy horyzont inwestycyjny ze średnią i niską awersją do ryzyka, z założeniem niskich potrzeb płynności w krótkim terminie.
Zapobiegliwość	Ustabilizowanie wydatków w kontekście krótko- i średniookresowych negatywnych zmian dochodów z posiadanych zasobów/surowców.	Płynność, bezpieczeństwo (ochrona kapitału), krótko- i średnioterminowy horyzont inwestycyjny.
Bufor	Akumulacja kapitału wynikająca z ograniczeń ich absorpcji przez krajową gospodarkę. Ochrona przed bankami inwestycyjnymi.	Bezpieczeństwo kapitału, krótko- i średnioterminowy horyzont inwestycyjny.

Źródło: [Gelb i in. 2014, s. 4].

sokich cen surowców i wpływów podatkowych, tworząc bufor bezpieczeństwa w okresach, w których ceny surowców są niskie.

- Fundusze oszczędnościowe (*savings funds*) – skupiają się na akumulowaniu kapitału w celu transferu bogactwa między pokoleniami. W krajach bogatych w surowce pozwalają nieodnawialne aktywa zamieniać na zdywersyfikowany portfel międzynarodowych aktywów finansowych.
- Korporacje zarządzające rezerwami (*reserve investment corporations*) – tworzone są jako samodzielne podmioty w celu zmniejszenia negatywnych kosztów posiadania rezerw walutowych lub w celu prowadzenia polityki inwestycyjnej nastawionej na wyższą stopę zwrotu. Najczęściej aktywa zgromadzone w takich podmiotach wliczane są także do wartości rezerw walutowych.
- Fundusze rozwojowe (*development funds*) – akumulują kapitał w celu realizacji ważnych społeczno-gospodarczych inwestycji, jak budowa szeroko rozumianej infrastruktury.
- Fundusze rezerw emerytalnych (*pension reserve funds*) – tworzone w celu zapobiegania nadmiernemu obciążeniu budżetu państwa w okrasach niewydolności systemu emerytalnego opartego na repartycji [IMF 2007, s. 46].

### 3. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych

Pierwszy fundusz typu PFM powstał w 1953 roku. Emir Kuwejtu zdecydował, iż część dochodów z eksportu ropy naftowej zasilać będzie specjalny państwowy fundusz, który obecnie funkcjonuje pod nazwą Kuwait Investment Authority. Początkowo tego typu fundusze powstawały przede wszystkim na bazie dochodów z eksportu

surowców (ropy naftowej i gazu), obecnie coraz częściej powstają także na bazie innych wymienionych już źródeł.

Szczególnie ważnym momentem w historii funkcjonowania PFM-ów na świecie było ogłoszenie przez Chiny w marcu 2007 roku powstania China Investment Corporation (CIC), który jako wehikuł inwestycyjny miał zwiększyć zyskowność zakumulowanych rezerw dewizowych. Oficjalnie nowy Chiński Państwowy Fundusz Majątkowy rozpoczął swoją działalność 29 sierpnia 2007 roku. Kongres Stanów Zjednoczonych uznał, że powstanie tego funduszu może generować zagrożenia dla amerykańskiej gospodarki i rynku finansowego. Uznano go za sygnał zmiany podejścia do dywersyfikacji chińskich rezerw walutowych i zmniejszenia zainteresowania amerykańskimi obligacjami. Wyrażono także obawy, iż fundusz ten może zagrozić bezpieczeństwu narodowemu USA oraz wspierać realizację politycznych celów Chin na świecie. Fundusz CIC zarządza aktywami o wartości 652,7 mld USD, w przypadku woli politycznej i dalszego wzrostu wartości chińskich rezerw mogą one szybko przekroczyć kwotę 1 bln USD. W połączeniu ze wzrastającymi aktywami pozostałych chińskich PFM-ów może to doprowadzić do wzrostu znaczenia tych instytucji w światowej gospodarce i wpływać także na zmiany znaczenia poszczególnych walut międzynarodowych [Martin 2008, s. 2].

Obecnie największym PFM-em jest stworzony w 1990 roku Norweski Fundusz Emerytalny, zarządzający 863 mld USD. Drugi został stworzony w 1976 roku przez Zjednoczone Emiraty Arabskie, jest to fundusz Abu Dhabi Investment Authority zarządzający 773 mld USD, trzeci to fundusz SAMA pochodzący z Arabii Saudyjskiej i zarządzający 757,2 mld USD. Trzy wymienione podmioty zarządzają trzecią częścią aktywów zgromadzonych w tego typu funduszach na świecie (tabela 2). Wśród tych funduszy widoczna jest znacząca koncentracja kapitałów. 11 największych PFM-ów zarządza 78% kapitałów zgromadzonych przez wszystkie (78) fundusze analizowane przez SWF Institute.

Prognozy wzrostu wartości aktywów zarządzanych przez PFM-y zakładają ich stały wzrost do 13 mld USD do 2017 roku [Tsani i in. 2010, s. 2], co oznaczałoby podwojenie w stosunku do wartości z 2013 roku (tabela 3).

Cechą charakterystyczną PFM jest brak przejrzystości polityki inwestycyjnej. Dotyczy to głównie funduszy pochodzących z krajów o niskim poziomie demokracji. Ograniczony dostęp do informacji finansowych rodzi obawy, iż środki zgromadzone w PFM-ach mogą być wykorzystywane do osiągnięcia celów pozaekonomicznych i wpływać destabilizująco na światowy rynek finansowy [Ostaszewski 2009, s. 159-160]. Powszechnym instrumentem określającym stopień przejrzystości działalności PFM-ów jest wskaźnik przejrzystości Linaburga-Maduella (*Linaburg-Maduell transparency index* – LMTI). Spośród dziesięciu największych funduszy jedynie dwa charakteryzują się najwyższym poziomem tego wskaźnika, świadczącym o wysokiej przejrzystości działania. W przypadku pozostałych wskaźnik LMTI waha się od 4 do 8, z tym że wartość poniżej 5 świadczy o braku przejrzystości polityki inwestycyjnej prowadzonej przez dany PFM (tabela 2).

**Tabela 2.** Największe państwowe fundusze majątkowe (według wielkości aktywów w mld USD), dane: kwiecień 2014 rok

Kraj	Nazwa SWF	Wartość aktywów	Rok powstania	Pochodzenie środków	Przejrzystość LMTI
Norwegia	Government Pension Fund – Global	863	1990	ropa	10
Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	773	1976	ropa	6
Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	757,2	bd	ropa	4
Chiny	China Investment Corporation	652,7	2007	niesurowcowe	8
Chiny	SAFE Investment Company	567,9	1997	niesurowcowe	4
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	548	1953	ropa	6
Chiny – Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	400,2	1993	niesurowcowe	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	320	1981	niesurowcowe	6
Katar	Qatar Investment Authority	256	2005	ropa i gaz	5
Chiny	National Social Security Fund	236	2000	niesurowcowe	5
Singapur	Temasek Holdings	177	1974	niesurowcowe	10
Inne		1534,4	-	-	-
Razem		7085,4	-	-	-

Źródło: Zestawienie własne na podstawie: [www.swfinstitute.org/fund-rankings] (10.04.2015).

W okresie 2007-2014 widoczna jest wysoka dynamika przyrostu aktywów zarządzanych przez PFM-y. Pomimo ujemnej dynamiki w 2009 roku, kiedy to światowe rynki papierów udziałowych zanotowały apogeum spadków, wartość aktywów do 2014 roku zwielokrotniła się (tabela 3).

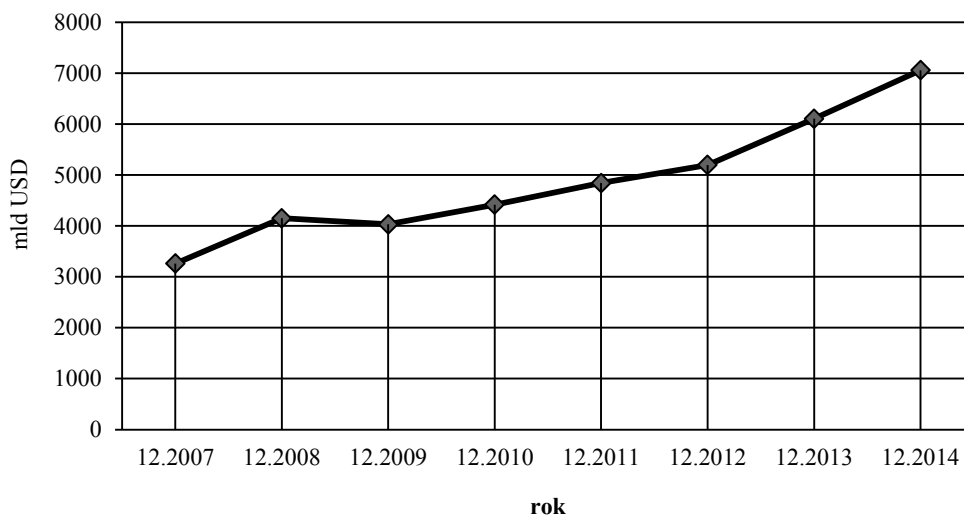
**Tabela 3.** Zmiana wielkości aktywów państwowych funduszy majątkowych w okresie 2007-2014

2007	2008	2009	2010	2011	20012	2013	2014
3259	4149	4032	4418	4842	5198	6106	7057

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.swfinstitute.org] (10.04.2015).

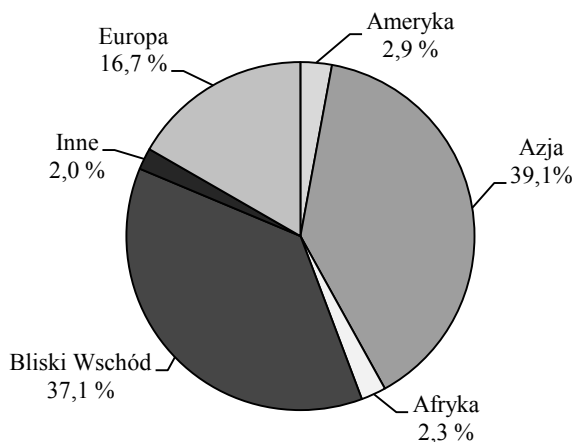
Najważniejszym źródłem kapitałów w PFM-ach są kraje azjatyckie (39,1%) oraz kraje Bliskiego Wschodu (37,1%). Fundusze pochodzące z krajów rozwiniętych stanowią znaczącą mniejszość tego rodzaju podmiotów (rys. 2).

Dla poprawności wniosków należy wartość aktywów zarządzanych przez PFM-y odnieść do wartości aktywów zarządzanych przez inne grupy podmiotów będących kluczowymi inwestorami na globalnym rynku finansowym. Dobrym przedmiotem porównania są prywatne fundusze inwestycyjne (PFI). W 2013 roku wartość aktywów zarządzanych przez PFI wynosiła ponad 30 bln USD (tabela 4) i wielokrotnie



**Rys. 1.** Wykres dla danych z tabeli 3

Źródło: opracowanie własne.



**Rys. 2.** Geograficzne pochodzenie państwowych funduszy majątkowych wg regionu w 2014 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.swfinstitute.org] (10.04.2015).

**Tabela 4.** Wartość aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych na świecie w latach 2007-2013 (w mld USD)

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
26 129	18 918	22 945	24 709	23 795	26 835	30 045

Źródło: [Investment Company Institute 2014, s. 219].

przewyższała wartość aktywów PFM-ów (ponad 7 bln USD). Warto jednak zauważyć, że wzrost wartości aktywów w PFM-ach charakteryzował się znacząco wyższą dynamiką.

#### **4. Podstawowe obawy związane z funkcjonowaniem państwowych funduszy majątkowych**

Już prawie trzy dekady temu B.J. Cohen stwierdził, że zarządzanie wielkimi kapitałami nie może odbywać się w oderwaniu od wielkiej polityki [Cohen 1986, s. 3]. Nabrało to szczególnego znaczenia w dobie wzrostu wartości kapitału zarządzanego przez PFM-y. Główne obawy związane ze wzrostem ich znaczenia na świecie to:

- możliwość wykorzystania ich kapitału w celach politycznych, np. poprzez zakupy podmiotów gospodarczych (ich akcji) działających w strategicznych gałęziach gospodarki innego kraju;
- ryzyko pojawienia się bańki spekulacyjnej na rynku udziałowych papierów wartościowych, a w jej konsekwencji spadek popytu na obligacje skarbowe, prowadzący do wzrostu ich rentowności (wzrost kosztów obsługi długu);
- ryzyko wzrostu zmienności na rynkach finansowych;
- możliwość negatywnego wpływu na ład korporacyjny, wynikający z pobudek politycznych lub braku adekwatnego doświadczenia;
- możliwość pojawienia się nowej formy protekcjonizmu finansowego dla ograniczenia wpływu PFM;
- brak przejrzystości ich funkcjonowania i prowadzonej polityki inwestycyjnej, szczególnie w przypadku PFM z krajów Bliskiego i Dalekiego Wschodu;
- dynamiczny wzrost ich kapitałów;
- nie działają jak typowi komercyjni inwestorzy poszukujący głównie wysokich stóp zwrotu przy danym poziomie ryzyka, ale często są zmuszane przez władze kraju pochodzenia do inwestowania ze względu na uwarunkowania polityczne, a także w celu uzyskania dostępu do zagranicznych technologii [Bartolotti i in. 2014, s.10].

Ze względu na wymienione niebezpieczeństwa szczególnie kraje rozwinięte starają się monitorować inwestycje PFM-ów realizowane na ich wewnętrznych rynkach finansowych. Pomimo nie zawsze korzystnej reakcji ze strony krajów rozwiniętych wciąż powstają nowe fundusze. Zwykle wynika to z chęci dywersyfikacji nadmiernie dużych rezerw walutowych banku centralnego, które często w zbyt dużym stopniu inwestowane są w obligacje skarbowe rządu Stanów Zjednoczonych [Bartolotti i in. 2014, s. 11].

PFM-y inwestują najczęściej w sektory strategiczne, takie jak telekomunikacja, bankowość, energetyka czy surowce mineralne. Często stają się znaczącymi udziałowcami (tabela 5), mającymi wpływ na strategiczne decyzje tych podmiotów. S. Johan, A. Knill i N. Mauck uważają, że trudno jest dowieść politycznych motyw-

**Tabela 5.** Przykładowe inwestycje państwowych funduszy majątkowych

Państwowy fundusz majątkowy	Podmiot będący celem inwestycji	Wartość transakcji w mld USD	Proc. udział w firmie
Government of Singapore Investment Corporation	UBS	9,8	8,,6
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7,6	4,9
Government of Singapore Investment Corporation	Citigroup	6,9	4,4
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0	9,9
Temasek Holdings	Merril Lynch	5,0	11,3
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3,7	25,0
SAFE Investment Company	Total	2,8	1,6
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2,0	20,0
SAFE Investment Company	British Petroleum	2,0	1,0
Investment Corporation of Dubai	London Stock Exchange	3,0	28,0

Źródło: [Kemme 2012, s. 41].

wów działalności inwestycyjnej PFM-ów. Jednak ze względu na brak możliwości odrzucenia tego motywu, pozytywnie oceniają oni rządy, które starają się monitorować i w wybranych przypadkach ograniczać prowadzenie inwestycji przez PFM-y na ich rynkach finansowych [Johan i in. 2010, s. 22].

## 5. Znaczenie państwowych funduszy majątkowych dla walut międzynarodowych

PFM-y inwestują głównie w aktywa denominowane w najważniejszych walutach międzynarodowych, czyli tych, które w znaczący sposób wypełniają w sektorze publicznym funkcję waluty rezerwowej, a w sektorze prywatnym funkcje waluty inwestycyjnej. Wybór ten wynika przede wszystkim z:

- rozmiaru gospodarki wspierającej walutę, a związanego z jej pozycją w gospodarce światowej (udział w wymianie handlowej) i perspektywą jej zmiany;
- zaufania do waluty wynikającego z polityki gospodarczej oraz warunków instytucjonalno-prawnych kraju emitenta. Szczególnie istotnym elementem jest polityka pieniężna, która wpływa bezpośrednio na stabilność cen i zachowywanie niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych;
- płynnego, bezpiecznego i konkurencyjnego rynku instrumentów denominowanych w danej walucie międzynarodowej [Pszczółka 2011, s. 20].

W praktyce oznacza to, że głównymi rynkami, na których inwestują PFM-y, są rynki instrumentów denominowanych w dolarach amerykańskich, euro, jenie i funicie szterlingu. Działania PFM-ów wzmacniają efekt zewnętrznej sieci (*network externalities*), wspierając znaczenie dotychczasowych walut międzynarodowych,

a w szczególności dolara amerykańskiego. Wynika to w dużej mierze z wykorzystywania środków pochodzący ze sprzedaży surowców naturalnych, które tradycyjnie rozliczane są właśnie w walucie amerykańskiej.

## 6. Zakończenie

Państwowe fundusze majątkowe są jednym z ważnych graczy na globalnym rynku finansowym. Globalna alokacja kapitałów i fluktuacja cen aktywów finansowych jest determinowana także ich aktywnością. Wydaje się jednak, że PFM-y nie są takie groźne, jak może to wynikać z przedstawionych obaw. W 2013 roku ich aktywa wynosiły ponad 6 bilionów USD, co stanowiło piątą część aktywów zarządzanych przez prywatne fundusze inwestycyjne i jeszcze mniej w stosunku do wszystkich światowych aktywów finansowych, wynoszących ok. 300 bilionów USD. Dodatkowo z badań B. Bortolotti, V. Fotak, W.L. Megginson wynika, że ujawnienie się w akcjonariacie spółki inwestora finansowego spotyka się z pozytywnym odbiorem rynku, jednak jeżeli tym inwestorem jest PFM, to reakcja jest dużo słabsza, choć wciąż pozytywna [Bortolotti i in. 2013, s. 35]. Autorzy przeanalizowali także różnice w trzyletnich stopach zwrotu z akcji, w które inwestowały PFM-y oraz prywatne instytucje finansowe i nie zauważyli znaczących różnic [Bortolotti i in. 2013, s. 36].

Istotną cechą polityki inwestycyjnej jest nastawienie na długoterminowe korzyści. Jednak tradycyjni inwestorzy szukają maksymalizacji stopy zwrotu, co niekoniecznie jest podstawowym celem PFM-ów. Brak przejrzystości działań podejmowanych przez PFM-y wskazywane jest jako istotna ich wada. Jednak większym upolitycznieniem charakteryzuje się polityka inwestycyjna PFM-ów pochodzących z krajów Bliskiego i Dalekiego Wschodu niż np. z Norwegii. Oznacza to, że nie powinno podchodzić się w sposób jednolity do oceny polityki inwestycyjnej wszystkich PFM-ów. Znaczenie PFM-ów dla rynku finansowego zależy od ich bezpośrednich motywów. Jeżeli celem ich działania jest przede wszystkim długoterminowa stopa zwrotu, to będą miały efekt stabilizujący, natomiast w przypadku motywów politycznych efekt jest nieznany, dlatego należy zakładać możliwość destabilizacji rynku wybranych aktywów finansowych [Beck, Fidora 2008, s. 24].

## Literatura

- Beck R., Fidora M., 2008, *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*, ECB Occasional Paper, no. 91, July.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W.L., 2013, *The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments*, „Paolo Baffi” Centre Research Paper Series, no. 2013-140, Università Commerciale Luigi Bocconi.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W.L., 2014, *The rise of sovereign wealth funds: definition, organization, and governance*, BAFFI Center Research Paper Series, no. 2014-163, Università Commerciale Luigi Bocconi.

- Cohen B.J., 1986, *In whose interest?: International banking and American foreign policy*, New Haven, Yale University Press, London.
- Gelb A., Tordo S., Halland H., Arfaa N., Smith G., 2014, *Sovereign Wealth Funds and long-term development finance. Risks and opportunities*, Policy Research Working Paper 6776, The World Bank, February.
- IMF, 2007, *Global Financial Stability Report*, October.
- Investment Company Institute, 2014, *2014 Investment Company Fact Book*.
- Johan S., Knill A., Mauck N., 2010, *Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity*, TILEC Discussion Paper, DP 2010-044, September.
- Kemme D., 2012, *Sovereign Wealth Fund Issues and The National Fund(s) of Kazakhstan*, William Davidson Institute Working Paper, no. 1036, August.
- Martin M.F., 2008, *China's Sovereign Wealth Fund*, CRS Report for Congress, January 22.
- Ostaszewski R., 2009, *Państwowe Fundusze Majątkowe*, [w:] M. Skopowski, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Pieniądz, giełda, gospodarka*, Z Prac Młodych Ekonomistów nr 6, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań.
- Pszczółka I., 2011, *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Rozanov A., 2005, *Who holds the wealth of nations?*, Central Banking Journal, vol. 15, no. 4, May.
- Truman E.M., 2010, *Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.
- Tsani S., Ahmadov I., Aslanli K., 2010, *Governance, transparency and accountability in SWF: remarks on the assessment, rankings and benchmark to date*, Public Finance Monitoring Center, Azerbaijan, March.
- Wiśniewski P., 2009, *Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe*, Infos, nr 19(66), 22 października.