

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz
zrównoważonego rozwoju.
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Magorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach:
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
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 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-592-6

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
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Jacek Adamek: Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
Agnieszka Alińska: Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
Kamil Borowski: Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
Grażyna Borys: Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
Krystyna Brzozowska: Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
Dorota Burzyńska: Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
Michał Buszko, Dorota Krupa: Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak: Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
Zuzanna Czekaj: Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
Ewa Dziawgo: Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
Leszek Dziawgo: Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

Joanna Fila: Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko: Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
Juliusz Giżyński: Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
Agata Ibron: Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
Bogna Janik: Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices	177
Klaudia Jarno: Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
Dariusz Klimek: Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing	199
Magdalena Kogut-Jaworska: Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland	208
Jan Koleśnik: Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization	222
Dorota Korenik: Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
Jolanta Korkosz-Gębska: Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
Katarzyna Kowalska: Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
Danuta Król: Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management	261
Dorota Krupa: Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level	270

Iwona Lubimow-Burzyńska: Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research	280
Piotr P. Malecki: Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland	288
Katarzyna Mamcarz: Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model	309
Katarzyna Olejniczak: Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach	320
Jarosław Pawłowski: Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
Dariusz Piotrowski: Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt	338
Piotr Podsiadło: Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems	348
Tomasz Potocki: Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko: Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals	373
Dominik Sadlakowski: Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
Beata Sadowska: Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development	393
Małgorzata Solarz: Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
Michał Soliwoda: Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

Joanna Stawska: Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances	426
Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak: Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
Paulina Szyja: Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government	447
Magdalena Ślebocka: Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing	464
Jerzy Węclawski: Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
Stanisław Wieteska: Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture	482
Aneta Wszelaki: Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks.....	494
Justyna Zabawa: Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy	503
Agnieszka Żołądkiewicz: Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship	513

Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowej dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek

Dominik Sadlakowski

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
e-mail: dominik.sadlakowski@gmail.com

**PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE
JAKO ELEMENT MIĘDZYNARODOWEJ STRATEGII
GOSPODARCZEJ NA PRZYKŁADZIE CHIN**

**SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS PART
OF INTERNATIONAL ECONOMIC STRATEGY
ON THE EXAMPLE OF CHINA**

DOI: 10.15611/pn.2016.437.37

JEL Classification: G15, G18, H87

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest omówienie istoty państwowych funduszy majątkowych oraz ich roli w gospodarce światowej, ze szczególnym naciskiem na analizę funduszy chińskich. W pracy wykorzystano metody: analizy literaturowej, analizy danych wtórnych oraz *case study*. Badaniem studium przypadku objęty został funkcjonujący od 2007 r. fundusz China Investment Corporation, zajmujący się inwestowaniem rezerw pochodzących z nadwyżek handlowych. W opracowaniu wykorzystano dostępną literaturę przedmiotu poświęconą owej problematyce, dane statystyczne pochodzące z opracowań OECD, Sovereign Wealth Funds Institute oraz raportów rocznych funduszy.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, Chiny.

Summary: The aim of this article is to review an issue of sovereign wealth funds and their role in the global economy, with particular focus on the analysis of Chinese funds. The study methods that have been used are: analysis of literature, secondary data analysis and case study. The main subject of research is China Investment Corporation Fund, which is engaged in investing the reserves from trade surpluses. Available specialized literature, statistical data from the OECD studies, Sovereign Wealth Funds Institute and the annual reports of the funds were used in the article.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, China.

1. Wstęp

Idea państwowych funduszy majątkowych (PFM) została zapoczątkowana już w latach 50. XX w. Prekursorami owej koncepcji ekonomicznej były kraje będące w po-

siadaniu znacznych złóż surowcowych. Eksport kopalin pozwalał im na generowanie pokaźnych nadwyżek budżetowych, które wymagały efektywnego i racjonalnego zagospodarowania. Pomysł wykorzystania kapitału pochodzącego z owych rezerw w celu ich reinwestycji zrodził się na Bliskim Wschodzie. Prekursorami PFM były dwa raje naftowe: Arabia Saudyjska (*Saudi Arabia Monetary Authority*) oraz Kuwejt (*Kuwait Investment Office*). Podjęta wówczas inicjatywa dała początek nowemu mechanizmowi alokacji kapitału państwowego, który ma obecnie coraz większy wpływ na obraz światowych finansów.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie specyfiki funduszy majątkowych oraz wykazanie ich roli jako elementu strategii gospodarczej państw. Autor w niniejszym opracowaniu skupił się na PFM zarządzanych przez Chińską Republikę Ludową, ze szczególnym naciskiem na fundusz China Investment Corporation (CIC), który stanowi przedmiot pogłębionej analizy. W celu realizacji niniejszego zagadnienia w pracy wykorzystano dostępną literaturę przedmiotu poświęconą owej problematyce, dane statystyczne pochodzące z opracowań OECD, SWF Institute oraz raportów wybranych PFM.

2. Istota państwowych funduszy majątkowych

Posiłkując się literaturą przedmiotu, państwowe fundusze majątkowe można określić jako instytucje inwestycyjne będące w posiadaniu rządu. Zarządzają one portfelem zdywersyfikowanych aktywów krajowych i międzynarodowych w celu realizacji określonych planów i strategii finansowych. Z formalnego punktu widzenia środki będące w posiadaniu PFM są autonomiczne. Oznacza to, że nie są zaliczane do rezerw walutowych kraju, nie uwzględnia się ich również w operacjach realizowanych przez przedsiębiorstwa państwowe czy rządowe fundusze emerytalne. Fundusze działają w oparciu o zróżnicowane strategie inwestycyjne dostosowane do realizowanych przez nie celów. Działalność operacyjna PFM opiera się zazwyczaj na szeregu transakcji finansowych dokonywanych zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym [International Working Group 2008]. Dzięki agresywnej strategii inwestycyjnej zgromadzone nadwyżki finansowe będące w posiadaniu funduszu pozwalają na osiągnięcie znacznie wyższej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału niż w przypadku tradycyjnych form zarządzania rezerwami. W tym miejscu należy podkreślić, że PFM wykazują zbliżoną specyfikę do klasycznych funduszy inwestycyjnych, charakteryzują się wysoką tolerancją ryzyka oraz dążeniem do maksymalizacji zysków [Cieślak 2010].

Państwowe fundusze majątkowe kwalifikuje się według dwóch kryteriów: źródła inwestowanych nadwyżek budżetowych oraz celu funduszu. W przypadku pierwszej kategoryzacji można wyróżnić fundusze surowcowe, w których rezerwy generowane są przez sprzedaż surowców naturalnych, tj. ropa naftowa, gaz ziemny, miedź, diamenty itp., oraz fundusze finansowane z innych źródeł, tj. transfer aktywów rezerwowych, nadwyżek budżetowych, przychodów z prywatyzacji czy

rezerw finansowych przeznaczonych na emerytury [Szukalski 2014]. W roku 2015 wartość aktywów funduszy bazujących na eksporcie ropy naftowej oraz gazu ziemnego wynosiła 4054 mld USD (57% udziału). Kapitał zgromadzony w pozostałych PFM szacowany był na 3150 mld USD (47% udziału) [<http://www.swfinstitute.org>].

Alternatywę dla powyższej klasyfikacji stanowi podział zaproponowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy [IMF 2008], który bazuje na kryterium celowości funduszu. Według tej typologii można wyszczególnić fundusze:

- stabilizacyjne – tworzone przez kraje będące eksporterami surowców naturalnych; efektem ich funkcjonowania ma być zabezpieczenie krajowego budżetu przed potencjalnymi wahaniami cen kopaliny na światowym rynku;
- rezerwowe – tworzone z rezerw walutowych w celu uzyskania wyższej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału w przypadku klasycznych form zarządzania rezerwami;
- oszczędnościowe – dokonujące inwestycji o długim horyzoncie czasowym, których priorytetem jest sekurytyzacja kapitału mającego zapewnić dobrobyt przyszłym pokoleniom;
- rozwojowe – gromadzące kapitał w celu realizacji celów strategicznych, przykładowo o charakterze infrastrukturalnym; stanowią swego rodzaju rzadkość;
- emerytalne – dysponujące specjalnie wydzielonymi środkami niepochodzącymi ze składek emerytalnych, które są reinwestowane z przeznaczeniem na realizację przyszłych zobowiązań emerytalnych; często zaliczane do emerytalnych [Rutecka 2012].

Horyzont zadań realizowanych przez poszczególne PFM jest niezwykle szeroki i obejmuje: sekurytyzację budżetu państwa, finansów społecznych, akumulację kapitału, a nawet realizację celów *stricte* politycznych. Strategia inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych oparta jest na dywersyfikacji posiadanych aktywów.

3. Państwowe fundusze majątkowe jako element krajowej polityki gospodarczej

Wielu ekspertów uważa, że fundusze będące *de facto* podmiotami państwowymi będą w swoich wyborach kierować się przede wszystkim partykularnym interesem politycznym, a nie przesłankami ekonomicznymi. W efekcie stwarza to realne zagrożenie dla państw, które stają się biorcami inwestycji pochodzących z PFM. Powagi owym zarzutom dodaje fakt, że wiele funduszy działających na arenie międzynarodowej nie wykazuje dostatecznej transparentności w raportowaniu swojej działalności [Cieślik 2010].

Uwagę na zaistniałą sytuację zwróciło m.in. OECD, które opublikowało własny raport poświęcony ocenie funkcjonowania funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym. PFM działające na światowych rynkach uznane zostały za podmioty wspierające istotne inicjatywy inwestycyjne sprzyjające stabilizacji ekonomicznej. Eksperti nie wykluczają jednak scenariusza, że fundusze mogą po-

służyć jako instrument gry politycznej, która może doprowadzić do destabilizacji ekonomicznej podmiotów państwowych. Z tego względu według zaleceń OECD niezwykle istotną rolę odgrywa transparentność funduszy oraz dialog między nimi a krajami będącymi biorcą ich kapitału [Wiśniewski 2011].

Jako potencjalne zagrożenia wynikające z ekspansji kapitałowej funduszy najczęściej wymienia się m.in. [Baran 2012]:

- zmiany w globalnym układzie sił gospodarczych przez nagły wzrost aktywności inwestycyjnej funduszy w krajach rozwiniętych;
- wzrost działań protekcyjnych krajów będących biorcą kapitału funduszy w odpowiedzi na ich dążenia do przejęcia spółek strategicznych;
- możliwość zaistnienia głębokich zmian na globalnym rynku finansowym przez wzrost cen aktywów, spowodowany nadmierną koncentracją światowych zasobów finansowych;
- zainicjowanie tendencji do nacjonalizacji globalnych podmiotów gospodarczych;
- spadek globalnej konkurencyjności i efektywności przez zastąpienie celów *stricte* ekonomicznych politycznymi;
- posiadanie zaplecza rządowego, które zabezpiecza finanse funduszu i może powodować akceptację ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych niezgodnych z racjonalizmem ekonomicznym.

Sporządzenie jednoznacznego bilansu strat i korzyści, jakie mogą wystąpić w wyniku dalszej ekspansji funduszy, jest kwestią niezwykle złożoną. Obecnie można je potraktować jako impuls rozwojowy dla wielu gospodarek wschodzących, które w warunkach nasilającej się konkurencji globalnej szukają alternatywnych rozwiązań rozwojowych. Warto również nadmienić, że nie ma jednoznacznych przesłanek przemawiających za tym, aby miały być one instrumentem agresywnej gry politycznej, gdyż ich decyzje inwestorskie charakteryzują się racjonalizmem ekonomicznym [Urban 2012].

4. Ekspansja państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym

Aby zrozumieć istotność PFM dla gospodarki światowej, należy dokonać przeglądu sytuacji rynkowej owych instytucji finansowych. Wartość sektora państwowych funduszy majątkowych na przestrzeni ostatnich lat systematycznie wzrastała. U schyłku lat 90. wartość aktywów zgromadzonych w ramach PFM szacowana była na kwotę zaledwie 850 mln USD. Obecnie instytucje tego typu zarządzają kapitałem o łącznej wartości 7,2 bln USD (dane za IV kwartał 2015 r.) [<http://www.swfinstitute.org>]. Dla porównania wartość funduszy hedgingowych w I kwartale 2015 szacowana była na 2926 mld USD [<http://www.etf.com.pl/Aktualnosc-Swiat/Aktywa-funduszy-ETF-i-instrumentow-typu-ETP-na-swiecie-przewyzsza-w-II-kwartale-aktywa-funduszy-hedgingowych>].

Do końca 2015 status PFM miało 79 instytucji, z których aż 80% miało swoją siedzibę w Azji lub na Bliskim Wschodzie. Przemawia to za relatywnie wysoką koncentracją geograficzną funduszy, w obrębie krajów określanych mianem „surowcowych”, co pośrednio jest również wynikiem genezy PFM. Paradoksalnie, udział krajów powszechnie uważanych za zasobne kapitałowo w owych wehikulach finansowych jest relatywnie niewielki. Obecność krajów europejskich na tym rynku jest stosunkowo niska i wynosi zaledwie 13%, podobnie w przypadku przedstawicieli krajów Ameryki Północnej i Południowej, których aktywa stanowią zaledwie 2,8% rynku [<http://www.swfinstitute.org>].

Dokonując przeglądu rynku państwowych funduszy majątkowych, należy również zwrócić szczególną uwagę na kwestię asymetrii w ilości kapitału, jakim dysponują poszczególne z nich. Wystarczy nadmienić, że 10 największych funduszy funkcjonujących obecnie na rynku ma w swoim posiadaniu niemal 75% światowych aktywów sklasyfikowanych jako przynależące do PFM. Szczegółowe dane zostały zamieszczone w tab. 1.

Tabela 1. Zestawienie największych PFM, stan na grudzień 2015

Kraj	Nazwa funduszu	Wartość aktywów (mld USD)	Źródło kapitału	Wskaźnik transparentności Linaburga–Maduealla
Norwegia	Government Pension Fund	824,9	Sprzedaż ropy naftowej	10
ZEA	Abu Dhabi Investment Authority	773	Sprzedaż ropy naftowej	6
Chiny	China Investment Corporation	746,7	Nadwyżki z handlu	8
Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	632,3	Sprzedaż ropy naftowej	4
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	592	Sprzedaż ropy naftowej	6
Chiny	SAFE Investment Company	547	Nadwyżki z handlu	4
Chiny, Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	417	Nadwyżki z handlu	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	344	Nadwyżki z handlu	6
Katar	Qatar Investment Authority	256	Sprzedaż ropy naftowej	5
Chiny	National Social Security Fund	236	Nadwyżki z handlu	5

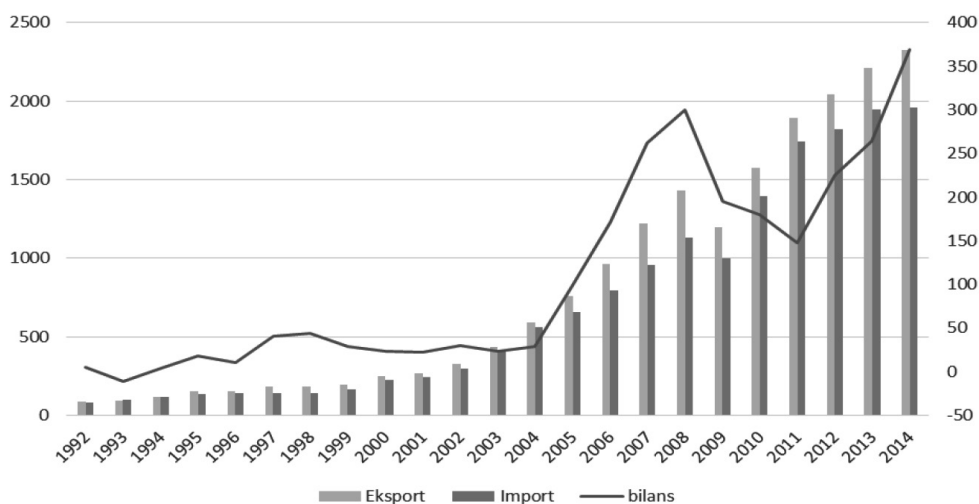
Źródło: [<http://www.swfinstitute.org>].

Kluczowe PFM funkcjonujące na światowym rynku finansowane są z dwóch źródeł: sprzedaży ropy naftowej, co ma miejsce w krajach arabskich i Norwegii, oraz nadwyżek handlowych w przypadku funduszy azjatyckich. Dysproporcje między poszczególnymi instytucjami pogłębiają się wraz z rozszerzeniem powyższego rankingu, najmniejsze funkcjonujące fundusze zarządzają bowiem aktywami o wartości zaledwie 80 mln USD. Mamy zatem do czynienia z wąską grupą silnych graczy o międzynarodowej pozycji, dysponującą ogromnym kapitałem inwestycyjnym zagregowanym na obszarze zaledwie kilku państw. Bez wątplenia rolę lidera na światowym rynku PFM odgrywają Chiny. Kraj ten jest w posiadaniu 5 funduszy o relatywnie wysokim wskaźniku transparentności Linaburga–Maduealla, których aktywa szacowane są na 1952 mld USD (ponad jedna czwarta globalnych aktywów) [<http://www.swfinstitute.org>].

5. Państwowe fundusze majątkowe jako element polityki gospodarczej Chin

Efekt dynamicznego wzrostu gospodarczego krajów dotychczas uważanych za rozwijające się jest klarowanie się nowego ładu ekonomicznego, w którym znaczenia nabierają gospodarki niebędące częścią zachodniego systemu ekonomicznego. Doskonałym przykładem państwa, które obrało własną, alternatywną ścieżkę rozwojową, są Chiny. Kraj ten swoją przewagę gospodarczą opiera o klasyczne schematy ekonomiczne bazujące na dominacji handlowej, z którą wiąże się napływ kapitału w formie dewiz [Sadłakowski 2015]. Rezultatem owych działań jest niespotykane tempo rozwoju gospodarcze tego kraju, oscylujące w granicach 10% rocznie. Tym, co odróżnia Chiny od innych światowych gospodarek, jest aktywna interwencja w wiele sfer życia gospodarczego, wdrażanie kontrowersyjnych reform, eksperymenty ekonomiczne oraz długi horyzont czasowy wszelkich podejmowanych działań. Efektem obranej strategii jest model państwa nazywany w literaturze „chińskim socjalizmem”, który bazuje na koncepcji budowy silnego państwa, świadomie oddziałującego na procesy gospodarcze w celu wspierania kluczowych gałęzi przemysłu [Góralczyk 2012].

Wartość eksportu z ChRL w ciągu zaledwie 23 lat wzrosła z 83,95 mld USD do 2332,17 mld USD. Kraj ten stał się największym globalnym eksporterem, deklasując takie potęgi handlowe, jak Stany Zjednoczone czy Niemcy. Dzięki temu Chiny generują znaczne rezerwy kapitałowe, co jest efektem dodatniego bilansu handlowego. Nawet w okresie kryzysu gospodarczego, w którym nastąpiło załamanie globalnego handlu, kraj ten potrafił generować znaczne nadwyżki dewizowe. W 2014 r. Chiny osiągnęły rekordowy dodatni wynik z wymiany handlowej z zagranicą, wynoszący 369 mld USD. Oczywiście jest zatem, że ów kapitał, stanowiący istotną część nadwyżek dewizowych, musiał zostać efektywnie zagospodarowany. Idea wykorzystania w tym celu państwowych funduszy majątkowych wydaje się dla tego kraju rozwiązaniem optymalnym nie tylko ze względu na jej walory ekonomiczne, ale przede



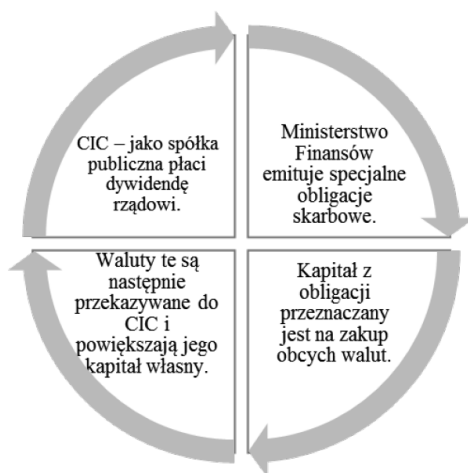
Rys. 1. Struktura wymiany handlowej Chin w latach 1992-2014 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych OECD.

wszystkim dlatego, że wpisuje się w koncepcję interwencjonizmu państwowego, który Chiny systematycznie realizują.

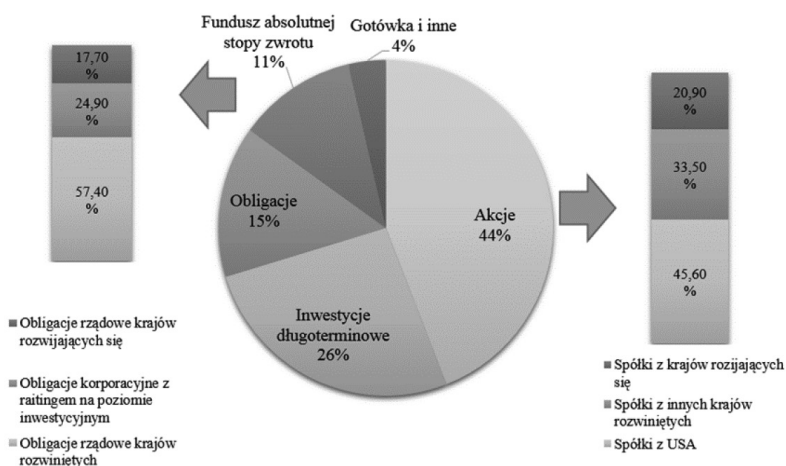
Doskonałym przykładem funduszu, który można uznać za komplementarny względem prowadzonej przez Chiny polityki gospodarczej, jest China Investment Corporation (CIC). Jego głównym celem jest zagospodarowanie nadwyżek walutowych powstałych w wyniku wymiany handlowej z zagranicą. Jednocześnie dzięki zaimplementowanemu mechanizmowi funkcjonowania, bazującemu na skuprywaniu zagranicznych walut, fundusz działa na rzecz zmniejszenia zależności gospodarki chińskiej od kursu dolara amerykańskiego. Ów mechanizm został zilustrowany na rys. 1. Oprócz emisji obligacji rząd ChRL wspiera działanie swojego największego funduszu przez transfer kapitału z Ludowego Banku Chin. Największa tego typu operacja miała miejsce w 2012 r. i wynosiła 30 mld USD. Środki docelowo miały być spożytkowane na wsparcie inwestycji realizowanych w Europie.

Strategia inwestycyjna realizowana przez CIC zakłada, że tworzony portfel inwestycyjny posiada zazwyczaj 3-letni horyzont czasowy. Dobór aktywów wchodzących w jego skład następuje z uwzględnieniem trzech kryteriów inwestycyjnych przyjętych przez fundusz: strategicznej alokacji zasobów, dywersyfikacji portfela inwestycyjnego i taktycznej alokacji zasobów. Zachowanie owych zasad przy tworzeniu strategii inwestycyjnej pozwala na osiągnięcie relatywnie wysokiej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału przy jak największej redukcji ryzyka inwestycyjnego [CIC Annual Raport 2014]. Struktura aktywów funduszu w roku 2014 została przedstawiona na rys. 3.



Rys. 2. Schemat powiązania kapitałowego CIC z rządem ChRL

Źródło: opracowanie własne na podstawie [CIC Annual Report 2014].

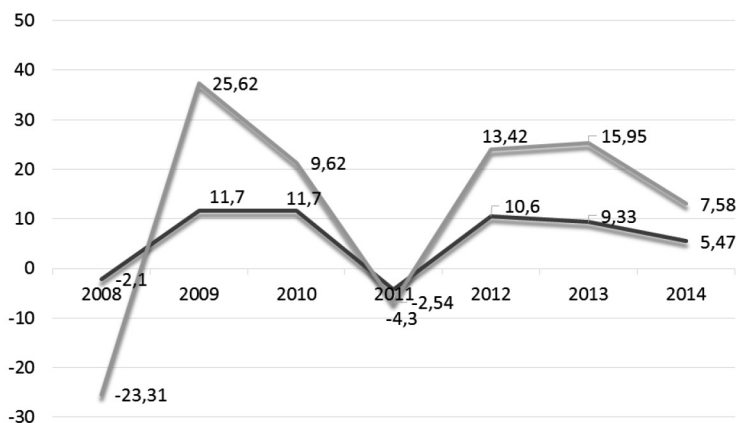


Rys. 3. Portfel inwestycyjny CIC

Źródło: opracowanie własne na podstawie [CIC Annual Report 2014].

Struktura portfela inwestycyjnego CIC bazuje w przeważającej części na inwestycjach w akcje spółek notowanych w krajach rozwiniętych, z których większość, bo aż 45%, ulokowana jest w spółkach amerykańskich. Fundusz oprócz skupowania akcji prowadzi inwestycje długoterminowe w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, nabywania nieruchomości, surowców itp. Portfel inwestycyjny CIC

można zatem określić mianem zbalansowanego z perspektywy ryzyka inwestycyjnego. Wykazuje on również dużą akumulację aktywów w obrębie krajów rozwiniętych, szczególnie USA, który jest również głównym partnerem handlowym i inwestycyjnym Chin.



Rys. 4. Zestawienie rentowności funduszy CIC oraz NGPFG (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [<https://www.regjeringen.no>, CIC Annual Raport 2014].

Efektywność strategii realizowanej przez ChRL obrazuje rys. 4, zawierający dane dotyczące osiągniętej przez niego rentowności na tle największego funkcjonującego w 2015 r. funduszu, Norway Government Pension Fund Global. Jak można zauważyć, obydwa fundusze wykazują zbliżone zachowanie na bodźce rynkowe. Fundusz chiński ze względu na bardziej zachowawczą strategię inwestycyjną osiągnął mniejszą stopę zwrotu niż jego norweski¹ odpowiednik, minimalizując jednocześnie straty w okresach załamania rynkowego.

6. Zakończenie

Państwowe fundusze majątkowe można uznać za odpowiedź krajów rozwijających się na światową dominację „kapitału zachodniego”. Globalne korporacje, które mają swoje korzenie w krajach rozwiniętych, posiadające szeroki wachlarz przewag gospodarczych, stanowiły bez wątpienia istotny czynnik kreujący obraz światowej gospodarki. Bardzo często kraje o niższym potencjale gospodarczym były celem ekspansji owych przedsiębiorstw międzynarodowych, co w wielu przypadkach doprowadzało do wycisku ekonomicznego słabszych podmiotów państwowych.

¹ W skład portfela inwestycyjnego Norway Government Pension Fund Global wchodzi: 62,8% akcji, 34,5% obligacji oraz 2,7% nieruchomości [<https://www.regjeringen.no>].

Ze *stricte* ekonomicznego punktu widzenia wykorzystywanie krajowych rezerw finansowych do realizacji określonych celów gospodarczych można uznać za korzystne, zarówno dla kraju tworzącego fundusz, jak i potencjalnych biorców kapitału. Należy jednak pamiętać, że kluczowa dla rozwoju PFM jest ich transparentność, która jest gwarantem ich stabilnej pozycji na światowym rynku kapitałowym.

Chiny systematycznie dążą do zwiększania ekspansji kapitałowych utworzonych funduszy, wspierając je zarówno nadwyżkami budżetowanymi, jak i prowadzoną polityką gospodarczą. W efekcie mamy do czynienia z ekspansją inwestycji chińskich tak na terenie Europy, jak i Stanów Zjednoczonych. Skutki tego zjawiska z pewnością będą dostrzegalne w długim horyzoncie czasowym, podobnie jak ma to miejsce w przypadku całościowej polityki gospodarczej realizowanej przez ten kraj.

Literatura

- Baran B., 2012, *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, *Gospodarka Narodowa*, vol. 9, no 239, s. 39-59.
- CIC Annual Raport 2014, *China Investment Corporation Annual Report 2014*, *China Investment Corporation*, <http://www.china-inv.cn/> (25.01.2016).
- Chiński bank centralny wspiera inwestycje China Investment Corporation w Europie, <http://www.psz.pl/139-chiny/chinski-bank-centralny-wspiera-inwestycje-china-investmentcorporation-w-europie> (6.02.2016).
- Cieślak E., 2010, *Działalność państwowych funduszy inwestycyjnych w świetle kryzysu na rynku kredytów ryzykownych*, *Toruńskie Studia Międzynarodowe*, nr 3, s. 23-38.
- Government.no, <https://www.regjeringen.no> (3.02.2016).
- Góralczyk B., 2012, *Chiny a nowy ład gospodarczy na świecie*, [w:] Dziak W.J., Gawlikowski K., Ławacz M. (red.), *Chiny w XXI wieku. Perspektywy rozwoju*, Wydawnictwo Instytutu Studiów Politycznych PAN, Warszawa.
- IMF, 2008, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices*. OECD, <http://www.oecd.org> (2.02.2016).
- Rutecka J., 2012, *Państwowe fundusze majątkowe o celu emerytalnym – charakterystyka i zasady funkcjonowania*, *Rozprawy Ubezpieczeniowe* nr 13.
- Sadłakowski D., 2015, *Wykorzystanie procesów globalizacyjnych w budowaniu międzynarodowej pozycji gospodarczej państwa*, [w:] Buszko M., Krupa D., Sadłakowski D. (red.), *Perspektywa wyzwania współczesnej gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, Toruń.
- Sovereign Wealth Fund Institute, <http://www.swfinstitute.org> (7.02.2016).
- Szukalski S.M., 2014, *Fundusze majątku państwowego na globalnym rynku finansowym*, *Przyszłość: Świat – Europa – Polska*, nr 2, s. 110-131.
- Urban D., 2012, *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, *Zarządzanie i Finanse*, vol. 4, no. 2, 339-352.
- Wiśniewski P., 2011, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej*, cz. 2: *Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, nr 1, s. 64-83.
- <http://www.etf.com.pl/Aktualnosci-Swiat/Aktywa-funduszy-ETF-i-instrumentow-typu-ETP-na-swiecie-przewyzsza-w-II-kwartale-aktywa-funduszy-hedgingowych> (1.02.2016).
- <https://www.regjeringen.no> (7.02.2015).
- <http://www.swfinstitute.org> (6.02.2016).