

Dominik A. Skopiec

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
e-mail: dskopiec@sgh.waw.pl

CHIŃSKIE PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE JAKO GLOBALNI INWESTORZY INSTYTUCJONALNI

CHINESE SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS GLOBAL INSTITUTIONAL INVESTORS

DOI: 10.15611/pn.2017.498.28

JEL Classification: F02, F31, F41, G15, G18.

Streszczenie: Państwowe fundusze majątkowe należą do najważniejszych globalnych inwestorów instytucjonalnych. Dynamiczny wzrost liczby i wielkości aktywów SWF ma miejsce od początku XXI w. Szczególną rolę w zjawisku proliferacji SWF odgrywają tego typu fundusze pochodzące z Chin. Źródłem kapitału chińskich SWF pozostają przede wszystkim gigantyczne rezerwy walutowe Państwa Środka. Głównym powodem tworzenia SWF przez Chiny stały się rosnące koszty utrzymania ogromnego zasobu rezerw. Najważniejszymi celami utworzonych przez Chiny SWF są inwestowanie powierzonej im części rezerw w aktywa przynoszące wyższą stopę zwrotu oraz dywersyfikacja rezerw. Celem artykułu jest zbadanie przyczyn powstania i charakterystyka chińskich państwowych funduszy majątkowych oraz ocena ich znaczenia dla stabilności gospodarki światowej. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących państwowych funduszy majątkowych, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, globalna nierównowaga, rezerwy walutowe, strategia inwestycyjna.

Summary: Sovereign wealth funds are considered to be one of the most important global institutional investors. The dynamic rise in their number and value of assets under management has remained uninterrupted since the beginning of the 21st century. A particular role in this phenomenon play sovereign wealth funds established in China. Their main source of capital are gigantic foreign exchange reserves. The main reason for the creation of the funds mentioned above constitutes a rising alternative cost. The most significant aims of the Chinese SWF remain investments in more risky and profitable assets as well as foreign exchange reserves diversification.

Keywords: sovereign wealth funds, global imbalances, foreign exchange reserves, investment strategy.

1. Wstęp

Państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds* – SWF) należą do najważniejszych globalnych inwestorów instytucjonalnych. Dynamiczny wzrost liczby i wielkości aktywów SWF, trwający nieprzerwanie od początku XXI w., doprowadził do szybkiego wzrostu znaczenia tych funduszy w gospodarce światowej i uczynił z nich jeden z kluczowych czynników stabilności światowego systemu finansowego. Szczególną rolę w zjawisku proliferacji państwowych funduszy majątkowych odgrywają tego typu fundusze pochodzące z Chin.

Celem artykułu jest zbadanie przyczyn powstania i charakterystyki chińskich państwowych funduszy majątkowych oraz ocena ich znaczenia dla stabilności gospodarki światowej. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących państwowych funduszy majątkowych, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

2. Istota i charakterystyka państwowych funduszy majątkowych

Podstawową cechą SWF jest to, że zarządzają one aktywami państwowymi. Kapitały będące źródłem finansowania aktywów SWF najczęściej pochodzą z dochodów z eksportu surowców naturalnych (głównie ropy naftowej, gazu, węgla, miedzi i diamentów), jak również z nadwyżek w handlu zagranicznym, nadwyżek budżetowych i prywatyzacji majątku państwowego [Mikita 2013, s. 61].

Definicja SWF została stworzona m.in. przez Międzynarodową Grupę Roboczą ds. SWF (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*). Definicja przedstawiona została w dokumencie „Generalne zasady i praktyki SWF”, znanym pod nazwą Zasady z Santiago (*Santiago Principles*), który został przyjęty przez grupę w październiku 2008 r. [Sovereign Wealth Funds 2008, s. 27]. W Zasadach z Santiago podkreślono przy tym trzy kluczowe elementy definicyjne SWF, a mianowicie:

- charakter własności (SWF są własnością sektora rządowego, zarówno rządu centralnego, jak i samorządów),
- charakter inwestycji (SWF dokonują inwestycji w aktywa zagraniczne, co wyłącza z definicji fundusze inwestujące w aktywa krajowe),
- charakter celów (SWF tworzone są dla realizacji celów makroekonomicznych).

Najczęściej stosowana klasyfikacja SWF zakłada ich podział w oparciu o kryterium źródła pochodzenia kapitału na surowcowe SWF i niesurowcowe SWF [Aizenman, Glick 2008].

Surowcowe SWF są tworzone przez kraje eksportujące surowce naturalne (najczęściej ropę i gaz), które czerpią dochody bezpośrednio z eksportu koncernów będących własnością państwa lub z opodatkowania eksportu przedsiębiorstw prywatnych. Głównymi celami zakładania tych funduszy jest stabilizowanie dochodów państwa oraz zarządzanie oszczędnościami i gromadzenie kapitału dla przyszłych

pokoleń. Surowcowe SWF tworzone są głównie przez kraje Zatoki Perskiej, Norwegię i Rosję.

Niesurowcowe SWF są tworzone głównie z nadwyżkowej części rezerw walutowych, z nadwyżek budżetowych, krajowych oszczędności lub wpływów z prywatyzacji. Głównym celem tych funduszy jest zwiększenie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W szczególności chodzi o zwiększenie rentowności tej części rezerw walutowych, która została zgromadzona ponad poziom uznany za adekwatny dla danej gospodarki. Tego typu SWF są tworzone głównie przez kraje azjatyckie, w szczególności przez Chiny.

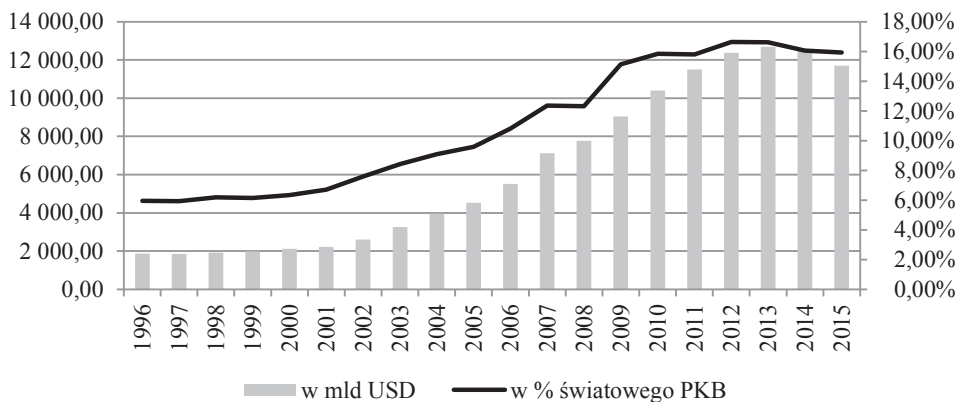
3. Przesłanki i charakterystyka wzrostu znaczenia państwowych funduszy majątkowych

Dynamiczny wzrost liczby oraz wartości aktywów SWF, trwający od początku XXI w., jest w przeważającej mierze wywołany dwoma czynnikami, a mianowicie rosnącymi cenami surowców (w szczególności ropy naftowej) oraz dynamicznym wzrostem wartości utrzymywanych głównie przez kraje wschodzące oficjalnych rezerw dewizowych [Baran 2012]. Stały wzrost znaczenia SWF można zatem traktować jako pochodną dwóch powiązanych ze sobą zjawisk charakteryzujących współczesną gospodarkę światową, a mianowicie globalnej płatniczej oraz akumulacji oficjalnych rezerw dewizowych.

Krajami pochodzenia najważniejszych światowych SWF są kraje osiągające stale nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Są to dwie grupy krajów. Pierwszą stanowią kraje Azji Wschodniej, których model wzrostu gospodarczego oparty jest na strategii proeksportowej [Adams, Park 2009]. Szczególną rolę w tej grupie krajów pełnią Chiny, osiągające najwyższe nadwyżki bilansu obrotów bieżących w tej grupie krajów. Drugą grupą krajów nadwyżkowych, tworzących globalną nierównowagę, są eksporterzy ropy naftowej, w szczególności kraje należące do Organizacji Państw Eksportujących Ropę Naftową oraz Rosja. Państwa te osiągały znaczące nadwyżki bilansu obrotów bieżących na skutek, spowodowanego rosnącym popytem, szybkiego wzrostu cen ropy naftowej po 2001 roku.

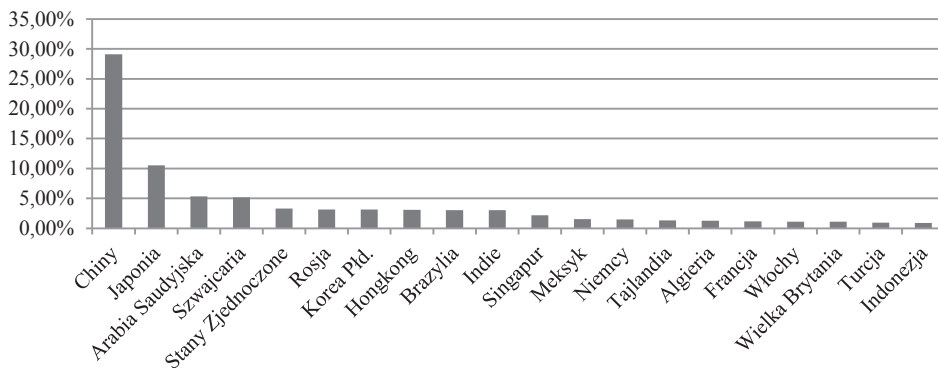
Zjawisko akumulacji rezerw dewizowych, które pozostaje jednym z głównych czynników proliferacji SWF, występuje przede wszystkim w krajach wschodzących i rozwijających się. Gromadzenie rezerw stanowić miało w doświadczonych przez kryzysy walutowe krajach rozwijających się i wschodzących system zabezpieczenia w przypadku ataków spekulacyjnych związanych z nagłymi przepływami krótkookresowego kapitału i związanymi z tym gwałtownymi i niekorzystnymi wahaniami poziomu kursu walutowego (*self-insurance*).

Wiodącą rolę w akumulacji rezerw w gospodarce światowej odgrywają Chiny, pozostające od lat krajem utrzymującym największy zasób (ok. 30%) światowych rezerw dewizowych.



Rys. 1. Światowe rezerwy dewizowe w mld USD i jako odsetek światowego produktu brutto

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators Database.



Rys. 2. Kraje posiadające największe zasoby rezerw dewizowych w 2015 r. (w % światowych rezerw dewizowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators Database.

Tabela 1. Ewolucja wartości aktywów SWF

Wyszczególnienie	Aktywa SWF (w mld USD)		Aktywa SWF (w %)	
	2001	2016	2001	2016
Surowcowe SWF	765	4201	72	57
Niesurowcowe SWF	293	3159	28	43

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Sovereign Wealth Fund Institute.

Od początku XXI w. ma miejsce nie tylko szybki wzrost liczby SWF, lecz także wzrost wartości aktywów tych funduszy. W latach 2001-2016 aktywa SWF wzrosły z 1058 mld USD do 7360 mld USD.

Tabela 2. Największe SWF pod względem wartości aktywów

Lp.	Państwo	Fundusz	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło kapitału	Indeks transparentności
1	Norwegia	Government Pension Fund Global	922,1	1990	Surowcowy (ropa)	10
2	ZEA	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	Surowcowy (ropa)	6
3	Chiny	China Investment Corporation	813,8	2007	Niesurowcowy	8
4	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Surowcowy (ropa)	6
5	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	514	1953	Surowcowy (ropa)	4
6	Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,6	1993	Niesurowcowy	8
7	Chiny	SAFE Investment Company	441	1997	Niesurowcowy	4
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Niesurowcowy	6
9	Katar	Qatar Investment Authority	335	2005	Surowcowy (ropa i gaz)	5
10	Chiny	National Social Security Fund	295	2000	Niesurowcowy	5

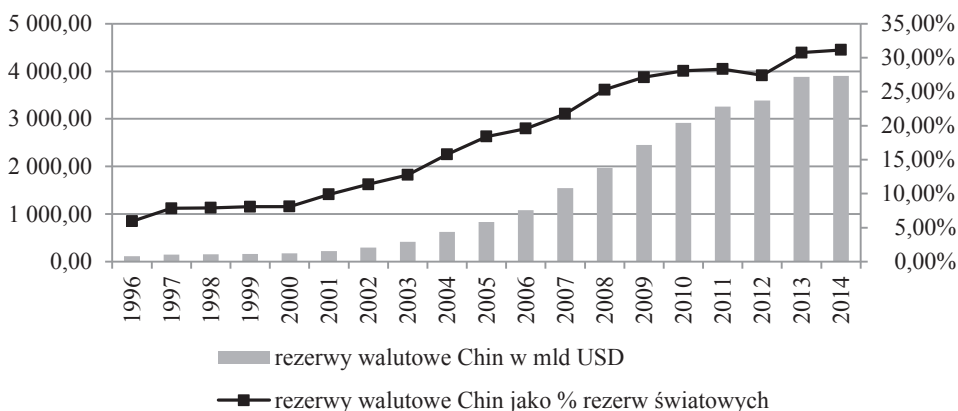
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Sovereign Wealth Fund Institute.

Wśród największych SWF dominują fundusze z krajów wschodzących i rozwijających się. Cechą charakterystyczną SWF jest koncentracja większości aktywów w kilku największych funduszach. Pięć największych SWF zarządza aktywami wartymi 3669,9 mld USD, co stanowi 49,86% aktywów wszystkich SWF. Z kolei dziesięć największych SWF utrzymuje aktywa o wartości 5547,5 mld USD, co stanowi 75,37% aktywów wszystkich tego typu funduszy.

4. Charakterystyka chińskich państwowych funduszy majątkowych

Szczególną rolę w proliferacji SWF odgrywają Chiny, gdzie utworzono aż cztery tego typu fundusze. Funduszami tymi są: SAFE Investment Company (SAFEIC), National Social Security Fund (NSSF), China Investment Corporation (CIC) oraz China-Africa Development Fund (CADF). Wśród dziesięciu największych pod względem wartości SWF aż trzy fundusze pochodzą z Chin (CIC, SAFEIC i NSSF). Wartość aktywów wspomnianych czterech chińskich SWF stanowiła 1,56 bln USD w 2016 r. Zatem Chiny posiadają aż 21,1% globalnych aktywów SWF i w związku z tym mogą zostać uznane za najważniejszy kraj na rynku tych funduszy.

Źródłem kapitału chińskich SWF pozostają przede wszystkim gigantyczne rezerwy walutowe Państwa Środka, uzyskiwane głównie dzięki eksportowi, w którym Chiny zajmują czołowe miejsce na świecie i osiągają najwyższe nadwyżki bilansu obrotów bieżących. Tempo akumulacji rezerw dewizowych w Chinach nabrało dynamiki po akcesji Chin do Światowej Organizacji Handlu w 2001 r., nastąpił wówczas ich bezprecedensowy wzrost, wskutek którego osiągnęły wartość 3,88 bln USD w 2014 r. Ogromnemu przyrostowi rezerw dewizowych Chin odpowiadał także wzrost ich udziału w rezerwach światowych z 5,9% w 1996 r. do 30,1% w 2014 r.



Rys. 3. Rezerwy dewizowe Chin w mld USD i jako odsetek światowych rezerw dewizowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Development Indicators Database.

Głównym powodem tworzenia SWF przez Chiny stały się rosnące koszty utrzymania ogromnego zasobu rezerw. Wynika to z faktu, że w tradycyjnym modelu zarządzania rezerwami walutowymi są one inwestowane głównie w instrumenty bezpieczne i płynne, a więc przede wszystkim w obligacje rządowe, zwłaszcza obligacje skarbowe emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych. Dochodowość tego

typu papierów dłużnych jest jednak dość niska [Nugée 2005]. W szczególności coraz bardziej zauważalny stał się w Chinach koszt alternatywny gromadzenia wielkich rezerw w przypadku kraju, który w dalszym ciągu nie należy do państw o wysokim poziomie dochodu. W rezultacie w stosunku do części rezerw walutowych, uznanych za nadwyżkową, postanowiono zastosować bardziej agresywną strategię inwestycyjną [Koch-Weser, Haacke 2013].

5. Strategie inwestycyjne chińskich państwowych funduszy majątkowych

Utworzona w 2007 r. China Investment Corporation (CIC) stanowi obecnie największy z czterech chińskich państwowych funduszy majątkowych. Powstanie CIC wiązało się ze wzrostem kosztu alternatywnego utrzymywania szybko rosnących rezerw w niskooprocentowanych papierach dłużnych emitowanych przez rząd Stanów Zjednoczonych. Najważniejszymi zadaniami CIC stały się inwestowanie powierzonej jej części rezerw uznanej za nadwyżkową (*excess reserves*) w aktywa przynoszące wyższą stopę zwrotu oraz dywersyfikacja rezerw celem zmniejszenia ryzyka spadku ich wartości w przypadku deprecjacji dolara [Schena 2012].

W raportach rocznych CIC znajdują się bardzo ogólne informacje na temat strategii inwestycyjnej. Więcej o strategii inwestycyjnej CIC mówią natomiast zawarte w raportach rocznych zagregowane dane na temat struktury inwestycyjnej aktywów tej instytucji. Charakterystyczny jest tu przede wszystkim niski udział aktywów o stałym dochodzie, które w 2014 r. stanowiły jedynie 14,6% portfela CIC. Wśród tych aktywów aż 57,4% utrzymywane było w obligacjach skarbowych krajów rozwiniętych, jedynie 17,7% w obligacjach krajów wschodzących, natomiast 24,9% w obligacjach przedsiębiorstw. Zdecydowanie największą kategorię aktywów CIC stanowiły w 2014 r. akcje z udziałem 44,1%, przy czym 45,6% stanowiły akcje przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych, 33,5% przedsiębiorstw z innych krajów rozwiniętych, a jedynie 20,9% stanowiły akcje z krajów wschodzących. Szczególną pozycję w portfelu CIC zajmują inwestycje długoterminowe, stanowiące 26,2% aktywów tej instytucji. Są to w znacznej mierze inwestycje bezpośrednie, zwłaszcza w sektorze wydobywania surowców oraz nieruchomości [CIC 2015, s. 33-35]. Znaczący udział inwestycji bezpośrednich i portfelowych dokonywanych w sektorze wydobywczym i energetycznym świadczy niewątpliwie o tym, że CIC realizuje nie tylko cel maksymalizacji zysku, lecz także cele strategiczne.

Znaczenie pozostałych chińskich SWF dla gospodarki Państwa Środka i gospodarki światowej jest mniejsze niż ma to miejsce w przypadku CIC. Ponadto wiele cech charakterystycznych pozostaje wspólnych dla wszystkich chińskich SWF. W związku z tym ze względu na ograniczoną objętość artykułu zrezygnowano z ich analizy.

6. Chińskie państwowe fundusze majątkowe jako źródło szans i zagrożeń dla gospodarki światowej

Wpływ działalności SWF na gospodarkę światową nie ma charakteru jednoznacznego. Można wskazać zarówno pozytywne, jak i negatywne następstwa aktywności tych funduszy.

W przypadku chińskich SWF zdecydowanie więcej uwagi poświęca się negatywnym aspektom działalności SWF. Związane jest to przede wszystkim z przekonaniem, że chińskie SWF w swojej polityce inwestycyjnej kierują się nie tylko motywami ekonomicznymi, które wynikają z dążenia do maksymalizacji zysku, lecz także motywami strategicznymi. Motywy strategiczne wynikają z chęci przejęcia kontroli nad sektorami o znaczeniu strategicznym, takimi jak sektor wydobywczy (ropa naftowa, gaz, metale) i energetyczny, a także nad kluczowymi instytucjami sektora finansowego kraju goszczącego. Inaczej mówiąc, motywy strategiczne nie wynikają z dążenia do osiągnięcia zysku, lecz z chęci wywierania wpływu na gospodarkę danego kraju. W szczególności obawy tego typu dotyczą działalności inwestycyjnej SWF pochodzących z krajów niedemokratycznych, w których system polityczny nosi cechy systemu autorytarnego. Najczęściej zarzuty o kierowanie się motywami strategicznymi wysuwane są pod adresem chińskich SWF. Podkreśla się również dążenie niektórych SWF z krajów wschodzących do nabywania aktywów w sektorach strategicznych zachodnich krajów rozwiniętych i w ten sposób wywierania wpływu na gospodarki tych krajów. W szczególności kontrowersje tego typu występują w przypadku inwestycji dokonywanych przez chińskie SWF w Stanach Zjednoczonych (zakup aktywów w sektorze energetycznym i usługach finansowych) [Koch-Weser, Haacke 2013]. Decyzje inwestycyjne SWF uznawane są w takich przypadkach za przedłużenie polityki prowadzonej przez rząd, będący właścicielem tych funduszy, i w związku z tym za instrument wywierania wpływu na kraje goszczące.

Polityka inwestycyjna SWF postrzegana jest w odmienny sposób od decyzji inwestycyjnych pozostałych globalnych inwestorów instytucjonalnych głównie ze względu na fakt, że SWF są funduszami zarządzającymi aktywami państwowymi i pozostają pod bezpośrednią lub pośrednią kontrolą władz krajów ich pochodzenia. W tym kontekście działalność SWF postrzegana bywa jako zagrożenie dla suwerenności gospodarczej i bezpieczeństwa narodowego krajów, w których fundusze te inwestują. Niejednokrotnie dochodzi również do konfliktu interesów pomiędzy SWF a krajami goszczącymi [Truman 2011].

Rosnące znaczenie chińskich SWF wzbudza niepokój również ze względu na niską transparentność struktur i polityki inwestycyjnej tych funduszy. Fundusze te nie podają do wiadomości publicznej szczegółowych informacji o swojej strategii inwestycyjnej. Ponadto nie są poddane stałemu obowiązkowi sprawozdawczemu. Brak jest również międzynarodowych regulacji i kontroli działalności SWF. Jak już wspomniano, w październiku 2008 r. opublikowano opracowane przez Międzynarodo-

dową Grupę Roboczą do spraw Państwowych Funduszy Majątkowych „Generalne zasady i praktyki SWF”, określane najczęściej jako Zasady z Santiago (*Santiago Principles*). Dokument ten stanowi zbiór 24 zasad, jednakże stosowanie się poszczególnych krajów do tych zasad jest dobrowolne. Odnoszą się one przede wszystkim do sposobu zarządzania SWF, polityki inwestycyjnej, sprawozdawczości, niezależności i przejrzystości działania oraz zarządzania ryzykiem [*Sovereign Wealth Funds...* 2008]. Należy podkreślić, że nie powołano jednak do życia żadnej instytucji, która egzekwowałaby przestrzeganie tych zasad przez SWF. Dotychczas jedynie niektóre SWF podjęły działania w celu wdrożenia Zasad z Santiago. Niemniej nadal bardzo duża część największych SWF cechuje się bardzo niewielką transparentnością. Do tej grupy zaliczają się właśnie chińskie SWF (*vide* tabela 2).

Korzyści z działalności inwestycyjnej chińskich SWF wynikają przede wszystkim z faktu, że stanowią one jedno z najważniejszych źródeł kapitału na światowym rynku finansowym. Działalność inwestycyjna SWF przyczynia się do wzrostu stabilności gospodarki światowej, gdyż posiadają one gwarancje rządowe i dzięki temu są bardzo stabilnymi inwestorami. Ponadto charakterystyczny dla SWF jest długookresowy horyzont inwestycji oraz mniejszy nacisk na płynność posiadanych aktywów. SWF oddziałują także stabilizująco na gospodarkę światową w warunkach zaburzeń koniunktury, co widoczne było podczas globalnego kryzysu finansowego (dokapitalizowanie przez SWF wielu zachodnich instytucji finansowych) [Baran 2012].

7. Zakończenie

Wzrost znaczenia państwowych funduszy majątkowych w gospodarce światowej przejawia się głównie wzrostem liczby tych funduszy, wartości ich aktywów, a także coraz większą aktywnością inwestycyjną. SWF stały się jednym z najważniejszych globalnych inwestorów instytucjonalnych. Proliferacja SWF, trwająca od początku XXI w., jest pochodną dwóch powiązanych ze sobą zjawisk charakteryzujących współczesną gospodarkę światową, a mianowicie globalnej płatniczej oraz akumulacji oficjalnych rezerw dewizowych.

Szczególną rolę w proliferacji SWF odgrywają Chiny, gdzie utworzono aż cztery tego typu fundusze. Wśród dziesięciu największych pod względem wartości SWF aż trzy fundusze pochodzą z Chin. Chiny posiadały w 2016 r. aż 21,1% globalnych aktywów SWF i w związku z tym mogą zostać uznane za najważniejszy kraj na rynku tych funduszy. Źródłem kapitału chińskich SWF pozostają przede wszystkim gigantyczne rezerwy walutowe Państwa Środka. Głównym powodem tworzenia SWF przez Chiny są rosnące koszty utrzymania ogromnego zasobu rezerw, w szczególności koszt alternatywny. Najważniejszymi celami utworzonych przez Chiny SWF stały się: inwestowanie powierzonej jej części rezerw w aktywa przynoszące wyższą stopę zwrotu oraz dywersyfikacja rezerw.

Literatura

- Adams C., Park D., 2009, *Causes and consequences of global imbalances: Perspective from developing Asia*, Asian Development Review, vol. 26, no. 1.
- Aizenman J., Glick R., 2008, *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*, Working Paper 2008-33, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Baran B., 2012, *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, Gospodarka Narodowa, nr 9.
- CIC, 2015, Annual Report 2014, China Investment Corporation.
- Koch-Weser I.N., Haacke O.D., 2013, *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance*, US-China Economic and Security Review Commission, Washington.
- Mikita M., 2013, *Państwowe fundusze inwestycyjne a globalny kryzys finansowy*, [w:] Oręziak L., Rosati D. (red.), *Kryzys finansów publicznych. Przyczyny. Mechanizm. Drogi wyjścia*, Oficyna Wydawnicza, Uczelnia Łazarskiego, Warszawa.
- Nugée J., 2005, *Foreign Exchange Reserves Management*, Handbook in Central Banking No. 19, Bank of England, London.
- Schena P., 2012, *The China Investment Corporation at 4 Years: An Evolving Legacy of Capitalization and Control*, Tufts University, Medford.
- Sovereign Wealth Funds, 2008, *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds.
- Truman E.M., 2011, *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?*, Working Paper No. WP 11-12, Peterson Institute for International Economics, Washington.