

Państwowe fundusze majątkowe globalnym inwestorem XXI wieku

WANDA PEŁKA

Wyższa Szkoła Handlu i Finansów Międzynarodowych im. Fryderyka Skarbka

Luty 2009

Streszczenie

Państwowe fundusze majątkowe (SWF) zdobyły w ostatnich latach pozycję inwestorów globalnych. Ich działalność ma zróżnicowany charakter ze względu na realizację takich celów jak: stabilizacja dochodów, wzrost oszczędności i zwiększanie stopy zwrotu w przypadku inwestycji z użyciem aktywów rezerwowych. Służą temu realizowane przez te fundusze różnorodne strategie inwestycyjne. Fundusze państwowe mają przed sobą etap ekspansji, ze względu na rosnące ceny ropy naftowej i nadwyżki na rachunku bieżącym wielu krajów, w tym Chin i innych krajów azjatyckich. Celem artykułu jest określenie wpływu funduszy SWF na gospodarkę światową i stabilność globalnego systemu finansowego w warunkach kryzysu finansowego i recesji. Działalność funduszy SWF przynosi różnorodne korzyści gospodarcze i finansowe, w tym wywiera stabilizujący wpływ na rynki finansowe, jak również oznacza nowe wyzwania dla polityki gospodarczej wielu państw. Podstawowym problemem w obszarze działalności państwowych funduszy majątkowych jest brak przejrzystości i związana z tym potrzeba sformułowania zasad polityki międzynarodowej.

Kod JEL: F21, F30, G15

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, rezerwy walutowe, inwestorzy globalni

Sovereign Wealth Funds as a Global Investor of XXI Century

WANDA PEŁKA

Skarbek Graduate School of Business Economics

February 2009

Abstract

Sovereign Wealth Funds (SWF) are becoming increasingly important investors in global financial markets. The funds serve different state policy objectives as income stabilization, savings and higher returns on excess international reserves. Moreover, they have different investment approaches. State funds stand out for expansion and their importance in global capital markets is expected to grow because of high oil prices and persistent current account surpluses in China and certain other countries. The aim of this paper is to present the impact of SWFs on global economy and financial system stability. The main findings of the article are: SWFs are offering various economic and financial benefits, including a stabilizing influence on financial markets, but also posing several challenges for policymakers. The main issue regarding the SWFs activities is a lack of transparency and the need to formulate the principles of international policy in this area.

JEL Code: F21, F30, G15

Keywords: Sovereign Wealth Funds, foreign exchange reserves, global investors

1. WPROWADZENIE

Obserwowany w ostatnich latach dynamiczny wzrost zasobów rezerw walutowych, skłonił rządy wielu krajów do zwiększenia skali inwestycji długoterminowych poprzez tworzenie państwowych funduszy majątkowych (*Sovereign Wealth Funds*). Instytucje te należą obecnie do najszybciej rozwijających się uczestników światowych rynków finansowych. Fundusze państwowe, chociaż istnieją w niektórych krajach od ponad pięćdziesięciu lat, to nigdy nie budziły tak wielu obaw jak obecnie. Dzieje się tak z powodu stosowania coraz bardziej agresywnych i mało przejrzystych strategii inwestycyjnych. Ich działalność zwraca szczególną uwagę w sytuacji światowego kryzysu finansowego.

Celem artykułu jest ukazanie fenomenu państwowych funduszy majątkowych, których ekspansja otwiera nowy etap w historii światowych rynków finansowych i jest jedną z najbardziej istotnych cech obecnej fali globalizacji. W artykule podjęto ponadto próbę określenia konsekwencji wzrostu aktywności inwestycyjnej tych instytucji dla stabilności rynków oraz bezpieczeństwa ekonomicznego państw. Dla realizacji powyższego celu w artykule zostały postawione następujące hipotezy: funduszom SWF można przypisać zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na stabilność światowego systemu finansowego i rozwój gospodarczy krajów. Warunkiem wykorzystania zasobów finansowych SWF na rzecz rozwoju gospodarczego krajów jest zwiększenie przejrzystości działalności inwestycyjnej tych instytucji.

Artykuł składa się z czterech części. W części pierwszej zostały ukazane przyczyny tworzenia funduszy SWF. Następnie zaprezentowano kategorie funduszy ze względu na źródło pochodzenia aktywów przekazanych w zarządzanie, realizowane strategie, a także sposób ich powstawania. W części trzeciej dokonano charakterystyki kierunków działalności inwestycyjnej oraz konsekwencje realizowanych strategii. Część czwarta prezentuje działania podejmowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i OECD w celu objęcia działalności inwestycyjnej funduszy SWF międzynarodowymi regulacjami.

2. PRZYCZYNY TWORZENIA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Mianem państwowych funduszy majątkowych lub funduszy majątku narodowego (*Sovereign Wealth Funds – SWF*) określa się rządowe wehikuly inwestycyjne, tworzone w celu zwiększenia efektywności zarządzania aktywami rezerwowymi. Zasoby finansowe funduszy pochodzą z nadwyżek dochodów budżetowych, dodatniego salda obrotów handlowych lub wydzielonej części oficjalnych aktywów rezerwowych. Fundusze SWF cechuje przy tym większa skłonność do ryzyka i realizacja polityki inwestycyjnej w oparciu o strategie ukierunkowane na osiągnięcie wyższej stopy zwrotu, w porównaniu z tradycyjnymi strategiami inwestowania rezerw walutowych przez banki centralne (Lyons 2007).

Dynamicznemu powstawaniu tego rodzaju instytucji sprzyjały, obserwowane od początku ostatniej dekady, nowe uwarunkowania rozwoju gospodarki światowej, do których należy zaliczyć (Becker 2007, s. 13):

- a) wysokie tempo wzrostu globalnych zasobów rezerw walutowych,
- b) dodatnie saldo na rachunkach obrotów bieżących w krajach zaliczanych do „rynków wschodzących” oraz państwach eksportujących surowce strategiczne,
- c) potrzebę zwiększenia efektywności zarządzania aktywami rezerwowymi,
- d) problemy demograficzne, znajdujące odzwierciedlenie w dążeniu krajów do zapewnienia bezpieczeństwa ekonomicznego przyszłym pokoleniom.

Rozpatrując powyższe czynniki, w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na widoczny od 2001 r. szybki przyrost wartości światowych rezerw walutowych. W 2008 roku banki centralne dysponowały rezerwami o wartości 7,5 bln USD. W latach 2003-2008 zasoby te rosły przeciętnie o 600 mld USD rocznie. Największymi aktywami rezerwowymi dysponują Chiny, które w 2008 r. posiadały ponad 1,682 bln USD, co stanowiło 22% światowych zasobów ogółem. Kolejne pozycje zajmowały: Japonia (1,030 bln USD), Rosja (0,435 bln USD), Indie (0,313 bln USD), Tajwan (0,287 bln USD), Korea Południowa (0,264 bln USD) i Brazylia (0,207 bln USD). Najwięcej aktywów rezerwowych przypada na kraje azjatyckie i kraje będące producentami ropy naftowej (Sovereign Wealth Fund Institut 2009).

Nagromadzenie rezerw w wysokości przekraczającej wymagany poziom dla zapewnienia stabilności finansowej kraju, skłania rządy do poszukiwania nowych sposobów zagospodarowania powstałej nadwyżki. W większości państw aktywa rezerwowe znajdują się w dyspozycji banków centralnych i są lokowane w najbardziej płynne aktywa w walutach obcych. Wyższemu poziomowi płynności odpowiada jednak niższa stopa zwrotu z inwestycji. Z tego względu, w sytuacji dysponowania znaczącymi zasobami rezerw walutowych, powszechne staje się ich inwestowanie w perspektywie długoterminowej w bardziej ryzykowne i mniej płynne instrumenty, w tym akcje oraz obligacje innych emitentów niż rządy. Nowe strategie inwestycyjne coraz częściej polegają na lokowaniu aktywów rezerwowych również na rynkach finansowych tych krajów, których waluty nie należą do głównych walut rezerwowych (IMF 2007a).

Za wysoką w ostatnich latach dynamikę wzrostu rezerw walutowych w skali globalnej odpowiadają kraje, które są eksporterami ropy naftowej i gazu ziemnego lub też mają nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, głównie w wyniku rosnącego eksportu innych towarów niż surowce. W przypadku niektórych krajów azjatyckich, w tym Chin, wysokie tempo wzrostu eksportu w dużej mierze jest efektem utrzymywania niedowartościowanej waluty krajowej. Uzyskiwane w handlu zagranicznym nadwyżki dochodów kraje te inwestowały dotychczas głównie w amerykańskie obligacje rządowe. Obecnie poszukuje się bardziej wyrafinowanych i przynoszących wyższe zyski lokat. Warto także podkreślić, że państwa, będące dostawcami ropy naftowej i innych surowców, zaczynają prowadzić nową politykę w zakresie ich wydobycia i sprzedaży. W warunkach rosnących cen bardziej opłacalne staje się zwiększanie bieżącego wydobycia, a następnie inwestowanie uzyskanych dochodów w inne aktywa, niż równomierne rozłożenie wydobycia na przyszłe lata (Aizenman 2007, s. 3).

Jednym z powodów tworzenia państwowych funduszy majątkowych jest dążenie rządów do zapewnienia stabilności dochodów z wydobycia i sprzedaży surowców o znaczeniu strategicznym. Kraje eksportujące ropę naftową cechują się wysokim poziomem ryzyka, powodowanego ograniczonością zasobów bogactw naturalnych, jak również niewłaściwą alokacją kapitału na rynku surowcowym. Będąca tego skutkiem aprecjacja waluty krajowej oddziałuje negatywnie na inne proeksportowe sektory go-

spodarki. W takich okolicznościach dywersyfikacja uzyskiwanych dochodów poprzez inwestycje na rynkach zagranicznych stanowi sposób na zmniejszenie ryzyka.

Argumentem na rzecz tworzenia funduszu zarządzającego rezerwami danego kraju jest również potrzeba zapewnienia odpowiedniej relacji poziomu ryzyka do stopy zwrotu z inwestycji. Jak wynika z przeprowadzonych dotychczas badań, tradycyjny sposób zarządzania rezerwami przez banki centralne, które dotychczas inwestowały aktywa rezerwowe głównie w bezpieczne obligacje rządowe oraz instrumenty rynku pieniężnego, zapewniał w latach 1946-2004 przeciętną realną stopę zwrotu w wysokości 1% rocznie. Dla porównania zdywersyfikowanie portfela, w którym 60% stanowiłyby akcje a 40% obligacje, pozwoliłoby uzyskać stopę zysku w wysokości 6% w skali roku (Summers 2007). Można na tej podstawie wnioskować, że w długim okresie, kraje mogłyby osiągać istotne korzyści, przeznaczając nadwyżki dochodów lub rezerw na działalność funduszy majątku narodowego.

Nie bez znaczenia dla wielu państw są również problemy demograficzne i związana z tym konieczność reformowania systemów emerytalnych. Ma to szczególne znaczenie dla krajów europejskich. W takim przypadku fundusze majątku narodowego realizujące cel pomnażania dochodów na rzecz potrzeb przyszłych pokoleń miałyby charakter zbliżony do funduszy emerytalnych, przy czym pomnażałyby środki stosując bardziej agresywne strategie inwestycyjne. Takie rozwiązanie na obszarze Unii Europejskiej w praktyce stosuje obecnie Norwegia.

3. RODZAJE FUNDUSZY SWF

Pierwsze państwowe fundusze majątkowe powstały w latach 50. ubiegłego stulecia. Najstarszym tego rodzaju funduszem, utworzonym w 1953 roku, jest Kuwait Investment Authority. Jego zadaniem było inwestowanie nadwyżek dochodów z ropy naftowej w celu zmniejszenia zależności gospodarki od ograniczonych jej zasobów. Obecnie fundusz jest inwestorem globalnym, lokującym aktywa we wszystkich obszarach geograficznych i w różne kategorie instrumentów finansowych. Jako kolejny został utworzony Revenue Equalisation Reserve Fund. Powstał on w 1956 r. na obszarze obecnej Republiki Kiribati, w celu pomnażania dochodów ze sprzedaży guana, wykorzystywanego do produkcji nawozów sztucznych. Na koniec 2006 r. aktywa zarządzane przez fundusz osiągnęły poziom siedmiokrotnie wyższy od PKB Kiribati. Obecnie fundusz jest największym źródłem dochodów dla państwa. Osiągnięcie przez tę instytucję rocznej stopy zwrotu na poziomie 10% pozwala zwiększyć PKB kraju o jedną szóstą (Le Borgne, Medas 2007, s. 20).

Od czasu utworzenia pierwszych funduszy ich liczba znacząco wzrosła. Szczególnie wiele nowych SWF pojawiło się w latach 70. oraz po roku 2000. W 1974 r. został utworzony przez władze Singapuru fundusz Temasek Holdings, mający na celu tworzenie międzynarodowego centrum walutowego, a następnie w 1976 r. największy obecnie na świecie fundusz SWF – Abu Dhabi Investment Authority ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich. W latach 2000-2007 fundusze SWF utworzyły również: Irlandia (2001), Rosja (2004), Korea (2005), Katar (2005) i Chiny (2007) (Deutsche Bank 2007, s. 2).

Tabela 1. Największe fundusze SWF w 2008 r. według wartości zgromadzonych aktywów

Kraj	Fundusz	Aktywa (mld USD)	Rok utworzenia	Źródło aktywów
1. ZEA	Abu Dhabi Investment Authority and Corporation (ADIA)	875	1976	ropa naftowa
2. Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	433	bd	ropa naftowa
3. Singapur	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	nadwyżki rezerw
4. Chiny	SAFE Investment Company	312	1997	nadwyżki rezerw
5. Norwegia	Government Pension Fund – Global (GPF)	301	1990	ropa naftowa
6. Kuwejt	Kuwait Investment Authority (KIA)	264	1953	ropa naftowa
7. Chiny	China Investment Corporation (CIC)	200	2007	nadwyżki rezerw
8. Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	180	1998	nadwyżki rezerw
9. Singapur	Temasek Holdings	134	1974	nadwyżki rezerw
10. ZEA	Investment Corporation of Dubai	82	2006	ropa naftowa
11. Rosja	National Wealth Fund	76	2004	ropa naftowa
12. Chiny	National Social Security Fund	74	2000	nadwyżki rezerw
13. Katar	Qatar Investment Authority (QIA)	60	2005	ropa naftowa
14. Libia	Libyan Investment Authority	50	2006	ropa naftowa
15. Algieria	Revenue Regulation Fund	47	2000	ropa naftowa
16. Australia	Australian Government Future Fund (AGFF)	44	2004	nadwyżki rezerw
17. USA	Alaska Permanent Reserve Fund (APRF)	40	1976	ropa naftowa
18. Kazachstan	Kazachstan National Fund (KNF)	38	2000	ropa, gaz, metale
19. Irlandia	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	31	2001	nadwyżki rezerw
20. Korea Południowa	Korea Investment Corporation (KIC)	30	2005	nadwyżki rezerw
Razem wszystkie fundusze SWF na świecie		3.900	x	X

ZEA – Zjednoczone Emiraty Arabskie; bd – brak danych

Źródło: Sovereign Wealth Funds News (2009).

Obecnie lista funduszy majątku narodowego obejmuje ponad 50 instytucji, które różnią się znacznie pod względem wartości posiadanych aktywów. Pięć największych funduszy zarządza zasobami o wartości minimum 300 mld USD każdy. Do największych należą: Abu Dhabi Investment Authority, dysponujący aktywami w wysokości 875 mld USD, następnie SAMA Foreign Holdings z Arabii Saudyjskiej z aktywami 433 mld USD oraz fundusz Government of Singapore Investment Corporation zarządzający aktywami o wartości 330 mld USD (zob. tabela 1).

Łączne aktywa finansowe, jakimi dysponują fundusze, uległy znaczącemu zwielokrotnieniu dopiero w przeciągu ostatnich 10-15 lat. W 1990 r. wartość kapitałów wszystkich SWF szacowano na około 500 mld USD, obecnie jest to kwota około 3,9 bln USD. Dla porównania łączne aktywa najbardziej agresywnych dotychczas uczestników światowych rynków finansowych – funduszy spekulacyjnych (*hedge*) szacuje się na 2 bln USD. Chociaż do funduszy państwowych SWF należy jedynie 2% ogółu światowych aktywów finansowych, to ich zasoby charakteryzują się wysoką dynamiką wzrostu. Jest to jednak znacznie mniejsza kwota w porównaniu z wartością aktywów, które znajdują się w posiadaniu firm ubezpieczeniowych (19,1 mld USD) i funduszy emerytalnych (28,5 mld USD). Według szacunków wartość aktywów SWF będzie rosła w kolejnych latach o około 900 mld USD rocznie, osiągając w 2015 r. poziom 12 bln USD (How Big Could ..., 2007, s. 2).

Fundusze SWF nie stanowią jednorodnej kategorii. Ich rozróżnienia dokonuje się najczęściej według takich kryteriów, jak: cel działalności, źródło zasobów finansowych, a także sposób utworzenia. Przyjmując pierwsze z wyżej wymienionych kryteriów, można wymienić następujące rodzaje państwowych funduszy majątkowych (IMF 2007b, s. 46):

- A. Fundusze stabilizacyjne (*stabilization funds*), tworzone w celu uniezależnienia gospodarki i budżetu państwa od zmienności cen surowców, szczególnie ropy naftowej. Fundusze pomnażają swoje aktywa w celu ich wykorzystania przez kraj w warunkach wahań koniunktury. Przykład funduszu stabilizacyjnego stanowi utworzony przez Rosję w 2004 r. Stabilization Fund. Celem jego działalności jest ograniczanie zmienności dochodów z eksportu ropy naftowej i gazu ziemnego. Oprócz Rosji w tym samym celu podobny fundusz utworzył w 1999 r. Iran. Jest nim Foreign Exchange Reserve Fund dysponujący aktywami w wysokości 15 mld USD.
- B. Fundusze oszczędnościowe (*savings funds*), powstające zwykle w krajach czerpiących znaczące dochody z eksportu surowców lub innych towarów. Na bazie wysokich dochodów fundusze te inwestują w długim okresie, przez co pomnażają aktywa na rzecz przyszłych pokoleń lub realizują inne cele o charakterze długoterminowym. Fundusze oszczędnościowe tworzą portfele o wysokim stopniu dywersyfikacji, inwestując swoje aktywa na międzynarodowych rynkach finansowych. W ostatnich latach, ze względu na gwałtowny wzrost cen surowców, wiele funduszy początkowo tworzonych jako fundusze stabilizacyjne przekształciło się w fundusze oszczędnościowe. Te ostatnie mogą inwestować w o wiele szerszą paletę instrumentów niż fundusze stabilizacyjne, które zwykle ograniczają swoje inwestycje do bardziej płynnych aktywów i krótszego okresu inwestycyjnego (IMF 2007c, s. 12).
- C. Korporacje zarządzające rezerwami (*reserve investment corporations*), tj. rodzaj funduszy funkcjonujących jako niezależne jednostki, tworzonych w celu ograniczenia kosz-

tów utrzymywania rezerw walutowych i realizacji polityki, mającej na celu zwiększenie stopy zwrotu z inwestycji dokonywanych przy użyciu tych aktywów. Bardzo często zasoby środków finansowych, którymi zarządzają fundusze, są nadal traktowane jako część oficjalnych aktywów rezerwowych kraju. Do tej kategorii można zaliczyć fundusze Chin i Korei Południowej. Z jednej strony instytucje te zwiększają stopę zwrotu z inwestowanych rezerw, z drugiej natomiast zyskują dostęp do nowych rynków i technologii.

- D. Fundusze rozwoju (*development funds*), dokonujące alokacji aktywów w realizację priorytetowych projektów niezbędnych dla rozwoju społeczno-gospodarczego kraju, na przykład w sferze edukacji, infrastruktury lub ochrony środowiska.
- E. Fundusze rezerw emerytalnych (*pension reserve funds*), realizujące długoterminowe inwestycje w celu pomnażania części aktywów rezerwowych, wykorzystywanych do wspierania krajowych systemów emerytalnych. Jako przykład klasycznego funduszu realizującego powyższe cele może posłużyć utworzony w 1990 r. norweski Government Pension Fund – Global. Jego aktywa pochodzą głównie z dochodów z ropy naftowej.

Specyfikę funduszy SWF pozwala ukazać także przyjęcie jako kryterium podziału źródła pochodzenia aktywów powierzonych funduszowi w zarządzanie. Pod tym względem wyróżnia się:

- A. *Commodity funds*, które są tworzone w krajach będących eksporterami surowców. Ich działalność służy realizacji takich celów jak stabilizacja przychodów do budżetu czy też utrzymanie równowagi w bilansie handlowym. Do powyższej grupy należy zaliczyć m.in. fundusze utworzone przez Kuwejt, Katar, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Arabię Saudyjską, Rosję i Wenezuelę. Szacuje się, że 2/3 aktywów wszystkich funduszy SWF na świecie pochodzi z dochodów ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego.
- B. *Non-commodity funds*, które są tworzone z przekazanej na ten cel nadwyżki budżetowej lub nadwyżki w handlu zagranicznym. Wysokie dodatnie saldo na rachunku bieżącym skłoniło niektóre kraje, głównie państwa azjatyckie, do transferu nadwyżek na rzecz funduszy SWF. Szczególny przypadek stanowią Chiny, które przekazały część oficjalnych aktywów rezerwowych na fundusz państwowy. Oprócz funduszu chińskiego w oparciu o nadwyżkę uzyskiwaną w handlu zagranicznym powstały fundusze w Singapurze i Australii.

Kolejnym kryterium, pozwalającym klasyfikować fundusze SWF, jest sposób ich tworzenia. Instytucje te mogą powstawać m.in. na zasadzie transferu środków przez bank centralny. Przykład stanowi fundusz China Investment Corporation (CIC), stworzony w celu zarządzania wyłączoną z ogólnych zasobów rezerw walutowych pulą aktywów w wysokości 200 mld USD. Sfinansowanie przejęcia od banku centralnego wydzielonej puli rezerw odbyło się poprzez emisję obligacji na rynku krajowym w wysokości 1,55 bln juanów. Chińska CIC jest niezależną od banku centralnego agencją (Martin 2008, s. 5).

W Korei Południowej bank centralny transferuje fundusze do niezależnej agencji znajdującej się pod kontrolą władzy monetarnej. Do utworzonej agencji Korea Investment Corporation zostało przekazane 20 mld USD aktywów rezerwowych. Agencja ta ma szerokie możliwości wyboru instrumentów, w tym akcji, obligacji z ratingiem kredytowym powyżej BBB oraz derywatów. Istotne jest przy tym, że środki powierzone agencji stanowią nadal część oficjalnych aktywów rezerwowych i mogą być w każdej chwili wykorzystane na potrzeby zapewnienia równowagi w bilansie płatniczym. Głównym motywem ich wydzielenia jest osiągnięcie wyższej stopy zwrotu z inwestycji. Jest to rozwiązanie podobne do stosowanego w przypadku funduszu Government of Singapore Investment Corporation.

Norweski fundusz Government Pension Fund-Global stanowi przykład funduszu należącego do rządu, ale zarządzanego przez bank centralny poprzez wydzieloną jednostkę, którą jest Norges Bank Investment Management. Aktywa funduszu SWF nie są traktowane jako część oficjalnych aktywów rezerwowych. Celem utworzenia funduszu było pomnażanie aktywów na potrzeby przyszłych pokoleń, niezależnie od realizowanej przez bank centralny polityki zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi.

Rosyjski fundusz SWF został utworzony w walucie krajowej, a następnie rząd dokonał zakupu od banku centralnego części aktywów rezerwowych na rzecz tworzono- go funduszu za środki pochodzące z podatków i dochodów z eksportu ropy naftowej. Fundusz jest zarządzany przez ministra finansów, natomiast same funkcje związane z zarządzaniem aktywami wypełnia bank centralny. Kapitał funduszu jest inwestowany w zagraniczne rządowe instrumenty dłużne, których emitent powinien posiadać długoterminowy rating na poziomie AAA. Na początku 2008 r. fundusz został podzielony na Stabilization Fund i Savings Bank.

4. DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA FUNDUSZY SWF

Strategia inwestycyjna funduszu SWF zależy od jego rodzaju. Fundusze stabilizacyjne inwestują w perspektywie krótkoterminowej, podczas gdy fundusze oszczędnościowe oraz realizujące cele rozwojowe na rzecz przyszłych pokoleń kierują się w swoich decyzjach długim okresem. Informacje na temat charakteru strategii inwestycyjnych poszczególnych funduszy SWF są dostępne w niewielkim stopniu. Niewiele funduszy państwowych stosowało do tej pory zasadę przejrzystości. Średnia ocena przejrzystości, mierzona opracowanym przez Sovereign Wealth Fund Institut indeksem Linaburga-Maduella dla dziesięciu największych SWF, na które przypada 84% ogółu aktywów zgromadzonych przez fundusze majątkowe, wynosi 5 punktów w dziesięciostopniowej skali. Najlepiej oceniane pod względem przejrzystości fundusze zgromadziły jedynie 20% aktywów. Należy do nich fundusz norweski (10 pkt) oraz fundusze: nowozelandzki New Zealand Superannuation (9 pkt) i australijski Australian Future Fund (9 pkt) (Sovereign Wealth Fund Institut 2009).

W okresie przed wybuchem kryzysu finansowego, fundusz norweski inwestował głównie w papiery wartościowe na rynkach wschodzących oraz w sektorze przemysłowym, utrzymując przy tym niewielkie udziały w spółkach. W posiadaniu funduszu znalazło się 0,65% kapitalizacji europejskiego rynku akcji, 0,4% azjatyckiego i 0,3% rynku amerykańskiego. Fundusz ten, od początku utworzenia w 1990 r., uzyskiwał przeciętnie 6,5% stopę zwrotu w ujęciu nominalnym i 4,6% w ujęciu realnym, ponosząc przy tym

koszty zarządzania 0,09% rocznie. W roku 2006 fundusz zmienił strukturę portfela, zwiększając udział akcji do 60%, a na obligacje przeznaczając 40% aktywów (Merrill Lynch 2007, s. 12). Z kolei fundusz GIC charakteryzuje się dużą różnorodnością wykorzystywanych instrumentów finansowych, przy jednoczesnym wysokim poziomie zróżnicowania regionalnego. Fundusz Temasek Holdings inwestuje w perspektywie długoterminowej w krajowe i zagraniczne spółki.

Analiza największych inwestycji pozwala stwierdzić, że w latach 1995-2008 akcje spółek finansowych stanowiły atrakcyjną lokatę kapitału dla SWF. Według dostępnych danych w powyższym okresie inwestycje funduszy wyniosły 180 mld USD, natomiast w latach 2007-2008 blisko 120 mld USD, w tym 92 mld USD zainwestowano w sektorze finansowym. Najwięcej środków fundusze ulokowały w USA i w Wielkiej Brytanii (Deutsche Bank 2008, s. 7). Fundusz Temasek Holdings na zakup takich akcji przeznaczał 40% swojego portfela. China Investment Corporation (CIC), inwestując kwotę 3 mld USD, nabyła 10% prywatnej amerykańskiej grupy Blackstone, działającej w obszarze inwestycji *private equity*. Z kolei Dubai International Capital przejął udziały w funduszu hedgingowym Och-Ziff Cap Management, fundusze Qatar Investment Authority oraz Abu Dhabi Investment Authority nabyły odpowiednio 20% i 28% akcji giełdy London Stock Exchange. W lipcu 2007 r. China Development Bank oraz Temasek Holdings zainwestowały w Banku Barclays odpowiednio 3 i 2 mld USD, co oznaczało nabycie udziałów 3,1% i 2,1% z możliwością zwiększenia wartości inwestycji do łącznej kwoty 19 mld USD w przypadku zrealizowania planowanej fuzji banku Barclays z ABN Amro. Łącznie tylko w 2007 roku fundusze SWF zainwestowały w instytucje finansowe ponad 37 mld USD, co stanowiło kwotę czterokrotnie wyższą w porównaniu z rokiem 2006 (Invasion of the sovereign... 2008).

Do najbardziej spektakularnych transakcji, dokonywanych przez fundusze SWF lub inne instytucje państwowe poza sektorem finansowym na rynkach zagranicznych, należy zaliczyć:

- zakup w lipcu 2005 r. za kwotę 18,5 mld USD przez China National Offshore Oil Corporation w 70% należącej do rządu chińskiego największej amerykańskiej spółki naftowej Unocal Oil Company;
- zablokowaną w 2006 r. próbę przejęcia czwartego na świecie operatora portów na świecie – Peninsular and Oriental Steam Navigation Company – zarządzającego największymi amerykańskimi portami m.in. w Nowym Jorku, New Jersey, Filadelfii, Nowym Orleanie oraz Miami. Transakcji zamierzała dokonać spółka Dubai Ports, tj. „córka” DP World ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich;
- inwestycje w wysokości 2,3 mld USD zrealizowane przez China National Offshore Oil Corporation w Nigerii w wydobywaniu ropy naftowej i gazu ziemnego (warto w tym miejscu wspomnieć, że ponad 650 państwowych spółek chińskich dokonało inwestycji na kontynencie afrykańskim, szczególnie w sektorze surowcowym i telekomunikacji) (Broadman 2007, s. 59).

W okresie światowego kryzysu finansowego i pogłębiającej się recesji, fundusze SWF poprzez swoje inwestycje zaczęły odgrywać jedną z najważniejszych ról w ratowaniu światowego systemu finansowego. W latach 2007-2008 fundusze SWF dokapitali-

zowały największe banki inwestycyjne, które poniosły straty wskutek kryzysu. Wsparcie kapitałowe od funduszy azjatyckich oraz funduszy z Bliskiego Wschodu otrzymały w ten sposób banki: Citigroup, UBS, Morgan Stanley, Barclays PLC, HSBC i Merrill Lynch (zob. tabela 2). W banku Citigroup inwestycji dokonał Abu Dhabi Investment Authority (7,5 mld USD) oraz fundusze z Kuwejtu i Singapuru GIC (łącznie 12,5 mld USD). Bank Merrill Lynch otrzymał wsparcie (6,5 mld USD) od funduszy z Korei Południowej i Kuwejtu, natomiast fundusz China Investment Corporation zainwestował 5 mld USD w bank Morgan Stanley. W ten sposób nadwyżki oszczędności zostały ulokowane tam, gdzie zapotrzebowanie było największe, a ratowanie banków amerykańskich przez instytucje z Bliskiego Wschodu i Azji potwierdziło jedynie, że na międzynarodowym rynku pojawił się jego wielki uczestnik.

Tabela 2 Największe inwestycje funduszy SWF w latach 2007-2008

Cel inwestycji	Państwo	Fundusz SWF	Wartość inwestycji w mln USD
Citigroup	USA	Kuwait Investment Authority Government of Singapore Investment Corporation	12.500,0
UBS	Szwajcaria	Government of Singapore Investment Corporation	11.535,0
Citigroup	USA	Abu Dhabi Investment Authority	7.500,0
Merrill Lynch	USA	Kuwait Investment Authority Korea Investment Corporation	6.600,0
Merrill Lynch	USA	Temasek Holdings	5.600,0
Morgan Stanley	USA	China Investment Corporation	5.000,0
Laureate Education	USA	Caisse de Depot et Placement (Kanada)	3.677,5
OMX	Szwecja	DIFC (Zjednoczone Emiraty Arabskie)	3.551,4
Barclays	Wielka Brytania	China Development Bank	2.980,1
Budapest Airport	Węgry	Caisse de Depot et Placement	2.610,4
London Stock Exchange	Wielka Brytania	DIFC	1.648,0
Och-Ziff Cap Management Group	USA	Dubai International Capital (Zjednoczone Emiraty Arabskie)	1.258,6
Aliance Medical	Wielka Brytania	Dubai International Capital	1.248,7
Matiser	Niemcy	Dubai International Capital	1.159,8
Bharti Airtel	Indie	Temasek Holdings	1.000,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sovereign Wealth Fund Institute (2009).

5. KONSEKWENCJE DZIAŁALNOŚCI SWF

Na podstawie przedstawionych rozmiarów i specyfiki transakcji dokonanych z udziałem państwowych funduszy inwestycyjnych można stwierdzić, że instytucjom tym można przypisać zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na stabilność światowego systemu finansowego i rozwój gospodarczy krajów. Wsparcie kapitałowe funduszy udzielone bankom podczas kryzysu świadczy o efektywnej alokacji kapitału i ulokowaniu oszczędności tam, gdzie występowało największe zapotrzebowanie. Z drugiej strony należy jednak mieć na uwadze, że w wyniku procesu deregulacji i prywatyzacji coraz bardziej widoczna jest obecność instytucji rządowych w roli inwestora na rynkach zagranicznych.

Ze względu na obawy przed destabilizacją rynków finansowych oraz politycznymi motywami decyzji inwestycyjnych, podejmowanych przez fundusze majątkowe, w 2007 roku została zapoczątkowana dyskusja w kwestii sformułowania zasad polityki międzynarodowej w stosunku do działalności funduszy SWF. Debata, jaka toczy się od tego czasu w wielu państwach i na płaszczyźnie międzynarodowej, dotyczy zarówno środków służących regulowaniu tym rynkiem, jak i skutków takiej polityki wobec funduszy, które reprezentują sektor publiczny.

Aby dokonać oceny skutków i roli funduszy SWF, należy dokonać zestawienia korzyści i zagrożeń, wynikających z działalności inwestycyjnej tych instytucji. Do najczęściej wymienianych pozytywnych stron działalności funduszy SWF zalicza się:

- a) w krajach pochodzenia fundusze SWF wspierają proces gromadzenia oszczędności oraz ułatwiają ich transfer międzypokoleniowy,
- b) poprzez inwestycje nadwyżek na rynkach zagranicznych pozwalają ograniczać negatywne skutki boomów ekonomicznych mających swoje źródło w gwałtownym wzroście cen towarów eksportowych,
- c) pozwalają na osiąganie wyższych stóp zwrotu z aktywów rezerwowych w porównaniu z tradycyjnymi modelami zarządzania rezerwami, przez co obniżają koszt alternatywny utrzymywania zasobów aktywów rezerwowych,
- d) z punktu widzenia międzynarodowych rynków finansowych fundusze SWF zapewniają bardziej efektywną alokację kapitału i zwiększają płynność rynków,
- e) fundusze SWF, działając również w segmencie inwestycji alternatywnych (fundusze *hedge, private equity*, nieruchomości) wywierają stabilizacyjny wpływ na rynki poprzez decyzje inwestycyjne przeciwne do bieżących trendów rynkowych,
- f) przyczyniają się do poszerzenia i pogłębienia rynków finansowych, ograniczenia zmienności i zapewnienia płynności ze względu na długoterminowy horyzont inwestycyjny funduszy.

Nie ulega wątpliwości, że fundusze SWF stają się coraz bardziej widocznym elementem światowego systemu finansowego, stanowiącym coraz większe wyzwanie dla polityków wielu krajów. Wartość globalnego rynku finansowego ocenia się obecnie na 190 bln USD, a fundusze SWF, mimo 2% udziału, stają się istotną jego częścią. Warto przy tym podkreślić, że chociaż fundusze majątku narodowego szybko się rozwijają i mają aktywa większe niż fundusze spekulacyjne, to nie stosują dźwigni, inwestując w perspektywie długoterminowej stabilizują rynki, nie wycofują się w przeciwieństwie

do innych funduszy z rynku przy pierwszych sygnałach bessy, nie oferują też ryzykownych instrumentów typu produkty ustrukturyzowane.

Rozpatrując rozmiary aktywów funduszy i wartość pojedynczych inwestycji, należy postawić pytanie, przy jakim poziomie aktywów SWF dojdzie do sytuacji, że jedna transakcja określonego funduszu spowoduje nieprzewidywalną reakcję wśród innych uczestników rynku, wywołując gwałtowne przepływy kapitału, zmiany cen i kursów, szczególnie w przypadku silnie skorelowanych ze sobą aktywów. Ostatecznie może to prowadzić do destabilizacji w pewnych segmentach rynku finansowego, zarówno na poziomie regionalnym, jak i globalnym. Istotne jest również, że w porównaniu z bankami centralnymi, SWF inwestują więcej aktywów w mało płynne papiery wartościowe. O ile banki centralne w sposób pośredni lub bezpośredni ponoszą odpowiedzialność za stabilność rynków, to fundusze SWF realizują cel maksymalizacji wartości portfela, nie kierując się kryterium stabilności rynków (FRBSF 2007, s. 1).

Możliwe scenariusze w zakresie skutków działalności państwowych funduszy majątkowych przedstawił Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Według badań tej organizacji, fundusze SWF mogą mieć istotny wpływ na charakter międzynarodowych przepływów kapitału, poziom cen aktywów oraz równowagę globalną. Przyjmując, że rządy będą transferować od 25% do 50% nowych aktywów rezerwowych do funduszy SWF, konsekwencje mogą być następujące. W przypadku aktywów rezerwowych, denominowanych w USD i ulokowanych przez SWF w amerykańskie obligacje skarbowe, fundusze te będą skłonne do tworzenia bardziej ryzykownych portfeli z większym udziałem akcji i bardziej zdywersyfikowanych geograficznie. Według szacunków zmiana struktury inwestycji dokonywanych dotąd przez SWF może spowodować obniżenie PKB Stanów Zjednoczonych od $\frac{1}{4}$ do $\frac{1}{2}$ punktu procentowego rocznie, w zależności od realizowanej przez fundusze strategii inwestycyjnej. Poza tym, należy oczekiwać nie tylko mniejszych inwestycji funduszy SWF w aktywa denominowane w USD, ale również w EUR. Będą natomiast rosły inwestycje w krajach wschodzących. Oznacza to zatem ograniczenie napływu kapitałów pochodzących od SWF do krajów wysoko rozwiniętych na rzecz zwiększenia skali inwestycji w krajach wschodzących. Fundusze te będą nabywały głównie akcje spółek surowcowych, co spowoduje odpływ kapitału z rynku obligacji z krajów wysoko rozwiniętych do rynków akcji w krajach zasobnych w surowce czyli krajach afrykańskich i Ameryki Południowej. Innym przewidywanym skutkiem może być wzrost realnych stóp procentowych w USA o 10-20 punktów bazowych rocznie oraz wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących o 0,5 punktu procentowego PKB, wskutek konieczności oferowania wyższej premii za ryzyko, ze względu na niższy popyt na amerykańskie obligacje rządowe (IMF 2008c, s. 30).

Nie bez znaczenia jest, że fundusze SWF nie podlegały do tej pory takim obowiązkom w zakresie sprawozdawczości i zasadzie zachowania przejrzystości, jakimi objęte są klasyczne fundusze inwestycyjne i emerytalne. Prezentowane przez fundusze SWF dane nie spełniają wymogu systematyczności, zarówno w odniesieniu do danych na temat alokacji aktywów ogółem, jak i transakcji dziennych. Z tego względu fundusze SWF uważa się za uczestników światowych rynków finansowych, nie spełniających zasady transparentności i z tego względu mogących stanowić źródło ryzyka na tych rynkach (Truman 2007, s. 7).

Dyskusja na forum międzynarodowym w kwestii funduszy SWF zdominowana została również przez obawy wielu krajów odnośnie możliwości wykorzystywania obecności nieprzejrzystych funduszy narodowych w gospodarkach i systemach finan-

sowych innych krajów do wywierania nacisków na te państwa. W drodze zakupu przez fundusze SWF udziałów w firmach prywatnych może dochodzić do wystąpienia pewnego rodzaju zjawiska renacjonalizacji. Oznacza to możliwość przejmowania kontroli nad sektorami nowoczesnych technologii, szczególnie w przemyśle zbrojeniowym, publicznej i prywatnej infrastruktury, rynków finansowych, lub w zdobywaniu dostępu do zasobów naturalnych. W ten sposób rządy innych państw uzyskują wpływy, które mogą być wykorzystywane do celów politycznych. Dotychczas wszystkie fundusze SWF zdobyły kontrolę (posiadając minimum 50% udziały w spółce) w przypadku 23% wartości zrealizowanych inwestycji (OECD 2007, s. 1-2).

W 2008 r. Komisja Europejska, odpowiadając na obawy wielu krajów członkowskich, przedstawiła swoje stanowisko w kwestii kontroli działalności funduszy SWF. Wynika z niego, że Unia Europejska jest przeciwna wprowadzaniu jakichkolwiek ograniczeń prawnych dla inwestycji zagranicznych funduszy SWF. Jednocześnie opowiada się za wprowadzeniem tzw. dobrowolnego kodeksu dobrych praktyk, który zapewni większą przejrzystość w obszarze działalności funduszy majątku narodowego. Oznacza to, że instytucje te powinny ujawniać regularnie informacje o posiadanych udziałach w europejskich spółkach, strukturze inwestycji i osiągniętych wynikach. Według Komisji tego rodzaju kodeks jest najbardziej odpowiednim narzędziem kontroli. W innym przypadku mogłoby zostać zahamowana realizacja inwestycji, które są kluczowe dla rozwoju gospodarki europejskiej. Poza tym można oczekiwać, że poddanie SWF kontroli mogłoby prowadzić do podejmowania przez kraje, z których pochodzą fundusze, działań protekcyjnych. W niektórych krajach europejskich ze względu na obawy co do intencji inwestorów zagranicznych pojawiają się głosy wskazujące na potrzebę działań protekcyjnych. Przykład stanowi ustawa przyjęta w Niemczech, która umożliwia blokowanie inwestorów zagranicznych, zainteresowanych dużymi udziałami, jeśli będzie to zagrożenie dla ładu publicznego lub bezpieczeństwa. W październiku 2008 r. Francja przedstawiła koncepcję utworzenia państwowego funduszu inwestycyjnego, który służyłby ochronie przed przejmowaniem krajowych firm przez inwestorów zagranicznych

Debata o zasadach, jakim powinny podlegać fundusze państwowe, toczy się również w USA, gdzie w podobny sposób kładzie się nacisk na zasadę przejrzystości, jaka powinna obowiązywać fundusze SWF. Należy jednak zauważyć, że chociaż w oficjalnym stanowisku podkreśla się rolę otwartości w polityce inwestycyjnej, to już w 2006 roku powołano instytucję o nazwie *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS), która bada wpływ obcych przejęć na bezpieczeństwo narodowe. Inicjatywa ta miała między innymi konsekwencje w postaci zablokowania przejęcia kontroli nad amerykańskimi portami przez DP World.

Równoległe do dyskusji podejmowanej przez kraje członkowskie Unii Europejskiej oraz Stany Zjednoczone, od października 2007 roku trwają prace w kwestii określenia zasad nadzoru nad funduszami SWF na forum międzynarodowym. Wspomniany kodeks postępowania oraz inne związane z nim zasady, które powinny obowiązywać w obszarze działalności inwestycyjnej SWF są przygotowywane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) we współpracy z OECD. Ostateczny kompleksowy wynik prac w tym zakresie będzie znany w październiku 2008 r. Tymczasem podejmowane są prace mające na celu uzgadnianie wspólnych stanowisk oraz przygotowywanie nowych zasad. Unia Europejska nie będzie tworzyć własnych reguł, wspiera jedynie prace MFW

i OECD, aby uniknąć ewentualnych nieskoordynowanych reakcji wewnątrz ugrupowania, co mogłoby utrudnić prace (IMFC 2008).

Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako organizacja monitorująca stan gospodarki światowej realizuje określone zadania w odniesieniu do funduszy SWF poprzez swój organ, którym jest Międzynarodowy Komitet Monetarny i Finansowy (*the International Monetary and Financial Committee – IMFC*). Instytucja ta prowadzi dialog z państwami członkowskimi w celu opracowania wspomnianego dobrowolnego kodeksu dobrych praktyk dla funduszy SWF, a prace te obejmują następujące obszary (IMF 2008b):

- a) analiza działalności inwestycyjnej funduszy SWF – przeprowadzanie regularnych przeglądów działalności inwestycyjnej funduszy w celu zidentyfikowania celów inwestycji i sposobów zarządzania ryzykiem;
- b) wymiana informacji – służą temu spotkania organizowane przez MFW, jak na przykład zorganizowany w listopadzie 2007 r. Okrągły Stół Zarządzających Rezerwami i Majątkiem Narodowym, z udziałem przedstawicieli banków centralnych, ministrów finansów i krajów pochodzenia funduszy SWF;
- c) kontynuacja dialogu – utrzymywanie kontaktów z funduszami SWF w celu uzgodnienia zasad kodeksu dobrych praktyk i zidentyfikowania zakresu odpowiedzialności funduszy;
- d) koordynacja działań z innymi międzynarodowymi instytucjami – MFW współpracuje z OECD, Bankiem Światowym i Komisją Europejską.

Z kolei OECD kieruje pracami w obszarze polityki inwestycyjnej w krajach będących celem działalności SWF oraz nad problemem bezpieczeństwa narodowego w tych państwach, co jest poza zasięgiem działalności Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Na początku kwietnia 2008 r. wszystkie kraje członkowskie OECD uzgodniły wspólne stanowisko w kwestii działalności funduszy SWF, odrzucając zasadę dyskryminacji i zobowiązując się do prowadzenia otwartej polityki wobec tych instytucji, o ile te będą realizować inwestycje wyłącznie dla celów komercyjnych a nie politycznych (BIAC 2008, s. 1-3).

Wzmoczona aktywność funduszy SWF oznacza zasadniczą zmianę w światowym systemie finansowym. Po trzydziestu latach polityki neoliberalnej, promującej sektor prywatny i mającej na celu zmniejszenie roli państwa, fundusze SWF przesuwają punkt ciężkości w kierunku podmiotów państwowych. Z tego też względu w ramach podejmowanych działań niezbędne jest znalezienie takiego rozwiązania, które stanowić będzie złoty środek między liberalizmem gospodarczym i potrzebą zapewnienia napływu inwestycji zagranicznych a zapewnieniem przejrzystości inwestycji funduszy majątku narodowego w sektorach strategicznych. Preferowany kodeks dobrych praktyk powinien zawierać wspólne standardy w zakresie przejrzystości i porządku administracyjno-regulacyjnego. Kodeks powinien zapobiegać wykorzystywaniu funduszy do celów pozagospodarczych. Aby jednak okazał się skutecznym instrumentem wcześniej musi zostać osiągnięte ogólnoświatowe porozumienie odnośnie jego kształtu i zastosowania.

6. ZAKOŃCZENIE

Skutkiem dynamicznego wzrostu rezerw walutowych banków centralnych w ostatnich latach jest powstawanie państwowych funduszy majątkowych. Zasoby finansowe, którymi SWF zarządzają, wzrosły na tyle, że fundusze te zyskały sobie miano uczestników globalnych na światowych rynkach finansowych.

Na podstawie rozmiarów i specyfiki transakcji dokonanych z udziałem funduszy SWF można stwierdzić, że instytucjom tym można przypisać zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na stabilność światowego systemu finansowego i rozwój gospodarczy krajów. Wsparcie kapitałowe funduszy, udzielone bankom podczas kryzysu, świadczy o efektywnej alokacji kapitału i ulokowaniu oszczędności tam, gdzie występowało największe zapotrzebowanie. Z drugiej strony należy jednak mieć na uwadze, że w miejsce deregulacji i prywatyzacji pojawiają się instytucje rządowe, które podejmują próby zdobywania kontroli nad niektórymi sektorami gospodarki a przez to umacniania swojej globalnej pozycji.

W kolejnych latach można oczekiwać, że fundusze SWF będzie charakteryzować nie tylko wzrost aktywów ale także ich postępująca dywersyfikacja. Wysoka dynamika rozwoju funduszy SWF świadczy o tym, że ich inwestycje będą w przyszłości wywierały istotny wpływ na funkcjonowanie światowych rynków finansowych. Z tego też względu niezbędne jest stworzenie międzynarodowych regulacji na rzecz zapewnienia przejrzystości funduszy SWF. Celem proponowanych dobrowolnych kodeksów dobrych praktyk jest zmniejszenie presji na wzrost protekcyjizmu i utrzymanie zasady otwartości w światowym systemie finansowym. Istotne znaczenie będzie miało także zwiększenie świadomości odnośnie roli funduszy SWF w rozwoju gospodarczym krajów oraz w zakresie oddziaływania na globalną stabilność i międzynarodowe przepływy kapitału.

BIBLIOGRAFIA:

- [1] Aizenman J., (2007), „Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture”, *NBER Working Paper* No. 13277, July.
- [2] Becker W., (2007), „Euro Riding High As An International Reserve Currency”, *Deutsche Bank Research*, May 4.
- [3] BIAC (2008), „Keep OECD markets open for sovereign wealth funds”, *BLAC Newsletter*, Vol. 9, No. 1, March 2008.
- [4] Broadman H. G., (2007), „Africa’s Silk Road – China and India’s New Economic Frontier”, The World Bank, Washington.
- [5] Deutsche Bank (2007), „Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise”, *Deutsche Bank Research*, September 10.
- [6] Deutsche Bank (2008), „SWFs and foreign investment policies – an update”, *Deutsche Bank Research*, October 22.
- [7] FRBSF (2007), „Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization ?” *FRBSF Economic Letter*, No. 2007-38, December 14.
- [8] *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ?* (2007), „Morgan Stanley Research”, May 3.

- [9] IMF (2007a), „Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues”, International Monetary Fund, April.
- [10] IMF (2007b), „Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies”, International Monetary Fund, October.
- [11] IMF (2007c), „The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom”, *IMF Policy Paper*, March 5.
- [12] IMF (2008a), International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imfstatistics.org, February 28.
- [13] IMF (2008b), „IMF intensifies work on sovereign wealth funds”, *IMF Survey Magazine*, March 4.
- [14] IMF (2008c), „Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda”, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, International Monetary Fund, February 29.
- [15] IMFC (2008), „Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund”, *Press Release* No. 08/78, April 12.
- [16] „Invasion of the sovereign – wealth funds” (2008), *The Economist* January 17.
- [17] Joint Economic Committee (2008), „Sovereign Wealth Funds”, *Joint Economic Committee Research Report*, February.
- [18] Lyons G., (2007), „State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds”, Standard Chartered Bank, October 15.
- [19] Le Borgne E., Medas P., (2007), „Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro – Fiscal Linkages”, *IMF Working Paper* WP/07/297, December.
- [20] Martin M. F., (2008), „China’s Sovereign Wealth Funds”, *CRS Report for Congress* RL 34337, January 22.
- [21] Merrill Lynch (2007), “The overflowing bathtub, the running tap and SWFs”, *Merrill Lynch Global Economics*, October 5.
- [22] OECD (2007), *Investment Newsletter*, Issue 5, October.
- [23] Sovereign Wealth Fund Institute (2009), www.swfinstitute.org, 2.02.2009.
- [24] Sovereign Wealth Funds News (2009), www.sovereignwealthfundsnews.com, 3.02.2009.
- [25] Summers L. H., (2007), „Opportunities in an era of large and growing official wealth, in: Sovereign Wealth Management”, Central Banking Publications, London.
- [26] Truman E., (2007), „Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”, *Policy Brief* No. PB07-6, Peterson Institute, August.