Tomasz Kamiński

Pieniądze w służbie dyplomacji

Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej

WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO

STOSUNKI MIĘDZYNARODOWE

Pieniądze w służbie dyplomacji

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Tomasz Kamiński

Pieniądze w służbie dyplomacji

Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej

WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO
Łódź 2018

STOSUNKI MIĘDZYNARODOWE

Tomasz Kamiński – Uniwersytet Łódzki, Wydział Studiów Międzynarodowych i Politologicznych
Katedra Studiów Azjatyckich, 90-131 Łódź, ul. Narutowicza 59a

RECENZENT
Krzysztof Kozłowski

REDAKTOR INICJUJĄCY
Agnieszka Kałowska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE
T. Mirosław Włodarczyk

SKŁAD I ŁAMANIE
AGENT PR

PROJEKT OKŁADKI
Katarzyna Turkowska

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/FreedomMaster

© Copyright by Tomasz Kamiński, Łódź 2018
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2018

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.08236.17.0.M

Ark. wyd. 14,0; ark. druk. 20,125

ISBN 978-83-8088-901-9
e-ISBN 978-83-8088-902-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

Rejentowi

SPIS TREŚCI

Wstęp 9

Rozdział 1

Państwowe fundusze majątkowe 23

Rozdział 2

Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej państw – aspekty teoretyczne 69

Rozdział 3

Państwowe fundusze majątkowe w polityce zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej 111

Rozdział 4

Norweski fundusz majątkowy jako narzędzie polityki zagranicznej państwa 147

Rozdział 5

Państwowe fundusze majątkowe w polityce zagranicznej Rosji 177

Zakończenie

213

Literatura 229
Summary 257
Aneks 1 259
Aneks 2 285
Spis rysunków 315
Spis wykresów 317
Spis tabel 319
Od Redakcji 321

WSTĘP

http://dx.doi.org/10.18778/8088-901-9.01

Jednym z najbardziej zaskakujących zjawisk związanych z postępem globalizacji jest obserwowany w ostatnich latach wzrost znaczenia kapitału państwowego, czyli przeniesienie coraz większego zakresu władzy i siły ekonomicznej do organów państwa (Brenner, 2009). Przez lata wydawało się, że „logika kapitalizmu" prowadzi do postępującej prywatyzacji, liberalizacji i spadku znaczenia własności publicznej. Ostatnie kilkanaście lat pokazuje jednak, że rola kapitału będącego w rękach państwa rośnie (Apeldoorn i in., 2012). W systemie kapitalizmu państwowego wpływ rządu na gospodarkę jest bardzo rozległy i odbywa się najczęściej poprzez większościowe i mniejszościowe udziały w spółkach (Musacchio, Lazzarini, 2014, s. 2). Jak trafnie ujął to Lawrence Summers (2007), były sekretarz skarbu Stanów Zjednoczonych:

> Problem jest zasadniczy i dotyka samej natury kapitalizmu. Przez ostatnie ćwierćwiecze obserwowaliśmy ostry spadek, jeśli chodzi o skalę bezpośredniego zaangażowania państw w biznes, ponieważ prywatny sektor przejmował państwowe firmy. Teraz rządy akumulują różne rodzaje udziałów w do niedawna całkowicie prywatnych spółkach.

Prym wiodą kraje rozwijające się, w których akumulacja kapitału w państwowych rękach jest najszybsza. Rezerwy walutowe tych krajów według danych za pierwszy kwartał 2015 roku osiągnęły poziom 7,48 biliona dolarów, podczas gdy jeszcze piętnaście lat temu sięgały ledwie 700 miliardów (Emerging and Developing Economies Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, 2017). W latach 2003–2010 aż 1/3 zagranicznych inwestycji krajów rozwijających się pochodziła z państwowych firm. Aż trzy chińskie firmy państwowe znajdują się w pierwszej dziesiątce największych przedsiębiorstw na świecie (Wooldrige, 2012). Bardzo często są to kraje o autorytarnym systemie politycznym, charakteryzującym się niskim poziomem kontroli nad władzą wykonawczą, która zachowuje dużą swobodę w dysponowaniu zasobami państwa, w tym oczywiście zasobami gospodarczymi.

Jednym z przejawów wzrostu znaczenia kapitału państwowego w świecie jest szybki rozwój państwowych funduszy majątkowych (PFM), czyli rządowych lub kontrolowanych przez rząd (bezpośrednio lub pośrednio) funduszy

inwestycyjnych[1]. Jeszcze w 2007 roku wartość aktywów PFM była wyceniana na kwotę około 3 bilionów dolarów, a w 2016 roku już na 7 bilionów dolarów. Stanowi to około 10% wartości całego globalnego rynku kapitałowego. Wzrost ten jest szczególnie imponujący w kontekście głębokiego, zapoczątkowanego w 2007 roku kryzysu gospodarczego, który przecież wydrenował zasoby budżetowe wielu państw. Dla niektórych państw, w tym także inwestorów z krajów rozwijających się, okazał się jednak szansą na wzmocnienie swojej pozycji na rynkach kapitałowych, dawniej całkowicie zdominowanych przez prywatnych inwestorów.

Wzrost roli państw jako inwestorów skłania do zastanowienia nad politycznymi konsekwencjami tego zjawiska. Już przed laty John Maynard Keynes (1933) stwierdził, że „międzynarodowe przepływy finansowe mają zawsze charakter polityczny". To każe nam podejrzliwie patrzeć na wszelkie międzynarodowe transakcje finansowe i doszukiwać się również pozafinansowych motywów stojących za nimi. W szczególności, jeśli transakcje te są prowadzone przez podmioty kontrolowane przez państwo.

Zjawisko wzrostu znaczenia kapitału państwowego oraz założenie o potencjalnie politycznym charakterze międzynarodowych transakcji finansowych prowadzonych przez kontrolowane przez państwa instytucje legły u podstaw powstania niniejszej książki.

Założenia i metody badawcze

Przedmiotem analizy podjętej przez autora niniejszej pracy jest wykorzystanie państwowych funduszy majątkowych w polityce zagranicznej państw. Podstawowym pytaniem badawczym będzie pytanie o formy politycznego użycia PFM oraz warunki, które muszą być spełnione, żeby do takiej sytuacji doszło. Innymi słowy pytamy, w jaki sposób i w jakich warunkach fundusze są wykorzystywane przez władze jako narzędzie polityczne. Należy wyraźnie podkreślić, że takie postawienie problemu sprawia, że podstawowym przedmiotem analizy stają się państwa i ich polityka zagraniczna, a nie same fundusze majątkowe. Jest to element zdecydowanie odróżniający niniejszą pracę od głównego nurtu badań w literaturze przedmiotu, które zdecydowanie w centrum rozważań lokują PFM.

1 Problem zdefiniowania czym są państwowe fundusze majątkowe został szerzej opisany w rozdziale pierwszym.

Niniejsza monografia wpisuje się w analityczno-empiryczny nurt badań nad stosunkami międzynarodowymi, będący przeciwieństwem nurtu hermeneutyczno-humanistycznego. Zgodnie z założeniami tego modelu badaną rzeczywistość można i należy systematyzować, poszukując określonych prawidłowości, przyczynowości, powtarzalności zjawisk oraz stałych relacji pomiędzy nimi (Dyduch, 2012, s. 166). Szczegółowy opis planu badań empirycznych przeprowadzonych w pracy został umieszczony w rozdziale drugim, tutaj jedynie zostaną przytoczone najważniejsze założenia koncepcji.

Zmienną zależną w badaniu, czyli tą, co do której zakłada się, że jest powodowana przyczynowo lub uzależniona od innych zmiennych, było użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej państwa. Najpierw, na bazie dostępnych danych historycznych dotyczących wybranych krajów, udzielono odpowiedzi na pytanie o sposoby użycia PFM w polityce zagranicznej państwa. Następnie podjęto problem uwarunkowań tego użycia.

Na podstawie analizy dotychczasowych badań (m.in. Norris, 2016; Shemirani, 2011; Truman, 2010) postawiono cztery hipotezy dotyczące czynników warunkujących użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej.

H1. Ścisła kontrola sprzyja politycznemu wykorzystywaniu, a większa niezależność funduszu będzie osłabiać możliwość jego instrumentalnego użycia. Kluczowe znaczenie dla możliwości użycia PFM jako narzędzia polityki zagranicznej ma więc poziom kontroli państwa nad jego funduszem/funduszami.

H2. Rola i aspiracje danego państwa determinują stopień wykorzystania PFM w dyplomacji ekonomicznej. Kraje o statusie mocarstwa, z dużymi ambicjami w polityce międzynarodowej, będą mieć większą skłonność do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej i wykorzystywania PFM w swojej polityce zagranicznej. Małe i słabe państwa, z niskimi ambicjami politycznymi, będą mieć mniejszą skłonność do używania funduszy jako narzędzia politycznego.

H3. Aby użycie PFM jako narzędzia oddziaływania było skuteczne, środki zgromadzone w nim muszą być „znaczące". Skala możliwości użycia PFM jako narzędzia dyplomacji będzie rosnąć wraz ze wzrostem środków będących w dyspozycji funduszu.

H4. Istnieje zależność między poziomem transparentności PFM a możliwością jego politycznego wykorzystania. Im większy jest poziom transparentności działań funduszu, tym mniejsze prawdopodobieństwo

wykorzystania go jako narzędzia politycznego. I odwrotnie, fundusze zarządzane w sposób najmniej przejrzysty powinny być podatne na silne upolitycznienie.

Powyższe hipotezy stały się podstawą do wyodrębnienia czterech zmiennych niezależnych, czynników mogących mieć wpływ na to, czy dany kraj jest w stanie wykorzystać PFM do działań politycznych na arenie międzynarodowej. Są to:

1) poziom kontroli państwa nad PFM,
2) potęga państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych,
3) wielkość zasobów finansowych będących w posiadaniu PFM danego państwa,
4) poziom przejrzystości działań inwestycyjnych PFM.

Wpływ tych zmiennych niezależnych na użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej przeanalizowano na podstawie trzech studiów przypadków. Do analizy wybrano następujące kraje: Chiny, Norwegię i Rosję. Wszystkie one znajdują się w pierwszej dziesiątce krajów posiadających największe zasoby w PFM, zajmując odpowiednio pierwsze, trzecie i dziesiąte miejsce, co ma zagwarantować porównywalność analizowanych przypadków. Jednocześnie wyselekcjonowane kraje w oczywisty sposób różnią się poziomem potęgi, wielkością zasobów będących w dyspozycji PFM, przejrzystością ich działań oraz systemem powiązań między nimi a rządem, które warunkują kontrolę nad funduszem (patrz rozdział drugi). To z kolei gwarantowało, że wybrane zmienne niezależne będą fluktuować, pozwalając na ocenę ich wpływu na zmienną zależną.

W badaniach kluczową rolę odegrała analiza literatury oraz dokumentów. Opis najważniejszych prac zamieszczono poniżej w sekcji *Stan badań*, a szczegółowy opis literatury przedmiotu w rozdziale drugim.

Ważnym elementem analizy było wykorzystanie metod ilościowych. Dzięki wsparciu Narodowego Centrum Nauki[2] udało się zakupić dostęp do bazy danych transakcji funduszy majątkowych przygotowywanej przez Sovereign Wealth Fund (SWF) Institute, najważniejszy ośrodek analityczny zajmujący się monitorowaniem działań PFM. W wykorzystanej bazie znajduje się 11 633 transakcji, obejmujących okres do trzeciego kwartału 2014 roku. Korzystając

2 Projekt „Polityczne znaczenie inwestycji prowadzonych przez Państwowe Fundusze Majątkowe w Europie Środkowej i Wschodniej", DEC-2012/07/B/HS5/03797.

z danych dotyczących inwestycji PFM, zobrazowano najważniejsze kierunki inwestycji funduszy, sektory oraz wielkość transakcji. Dzięki temu rozważania na temat politycznego użycia tych wehikułów inwestycyjnych przez państwa zyskały bardzo mocne podstawy w postaci danych statystycznych. Należy podkreślić, że prace oparte na tak szerokim materiale statystycznym stanowią rzadkość w literaturze poświęconej PFM, prawdopodobnie z uwagi na wysoką cenę dostępu do danych.

Pisząc niniejszą monografię, przyjęto, między innymi za jednym z czołowych badaczy międzynarodowej ekonomii politycznej Robertem Gilpinem (1987), państwocentryczny realizm jako dominujące podejście analityczne i perspektywę intelektualną. Autor nie traktuje więc realizmu jako teorii naukowej, którą chce potwierdzić lub sfalsyfikować swoimi badaniami empirycznymi. Uznanie centralnej roli państw w środowisku międzynarodowym nie oznacza rzecz jasna odmówienia znaczenia innym aktorom, takim jak organizacje międzynarodowe czy korporacje międzynarodowe. Oznacza to tylko przyjęcie założenia, że w interesującym nas kontekście stosunków międzynarodowych to rządy w dalszym ciągu podejmują najważniejsze decyzje, to ich interesy liczą się najbardziej, to one mają dominujące znaczenie w międzynarodowej ekonomii politycznej.

Zgodnie z przyjętym podejściem zapewnienie bezpieczeństwa narodowego jest najważniejszą potrzebą państw i głównym determinantem ich działań. Dlatego też istotne znaczenie w badaniach empirycznych będzie mieć pojęcie potęgi państw. Wiąże się to z odrzuceniem twierdzeń tych badaczy, którzy uważają, że globalizacja i powiązane z nią zmiany ekonomiczne czy technologiczne zatarły granice państwowe i zredukowały drastycznie znaczenie państw. Oczywiście można dostrzec relatywny spadek znaczenia rządów i wzrost znaczenia różnych aktorów niepaństwowych w niektórych sferach stosunków międzynarodowych, niemniej jednak nawet w zglobalizowanym, silnie zintegrowanym świecie państwa narodowe odgrywają kluczową rolę, starając się promować swoje interesy polityczne i ekonomiczne. To wciąż one ustalają reguły gry i prowadzą między sobą najważniejsze polityczne rozgrywki. To one wpływają w decydujący sposób na gospodarkę światową. Rynki finansowe i inne czynniki gospodarcze ograniczają swobodę działań państw, ale zachodząca zależność jest dwustronna.

Stan badań

Jak zauważył Gilpin (2001), przy dzisiejszej silnie zintegrowanej gospodarce światowej, państwa tym bardziej starają się wykorzystać swoją siłę gospodarczą do realizacji swoich interesów narodowych. Patrząc więc na państwowe fundusze majątkowe z perspektywy nauk politycznych, w szczególności zaś przyjmując założenia szkoły realistycznej, jako instytucje kontrolowane przez czynniki władzy państwowej powinny być one traktowane jako jeden z elementów składowych stanowiących o sile gospodarczej państwa. Co za tym idzie też jako narzędzie polityczne.

A jednak PFM bardzo rzadko były przedmiotem analiz politologicznych, przyciągały one raczej uwagę ekonomistów (szerszy opis stanu badań nad PFM znajduje się w rozdziale drugim). Nie pojawiają się więc nawet w bardzo dobrych i cieszących się dużym uznaniem pracach dotyczących teorii polityki zagranicznej (Alden, Aran, 2011), albo są w nich ledwie wspomniane (Hill, 2016, s. 156). Szerzej o nich jako „instrumencie geoekonomicznym" piszą Blackwill i Harris (2016, s. 54–58), nie dokonując jednak naukowej konceptualizacji, ale raczej podając przykłady empiryczne motywowanych politycznie działań funduszy. Podobnie postępują Schiffman i Jochum (2011, s. 152–155), którzy PFM podają jako przykłady ekonomicznych instrumentów polityki bezpieczeństwa.

Stosunkowo najlepiej zbadane pod kątem politologicznym są chińskie PFM (Blanchard, 2014; Kamiński, 2015b; Norris, 2016), choć nadal nie są one ujmowane w pracach opisujących chińską politykę zagraniczną (Chŏng, 2015; Heilmann, Schmidt, 2014; Lai, 2010; Rozman, 2013) lub traktujących o gospodarczej ekspansji Chin na świecie (Gwiazda, 2013). Świadomość ich instrumentalnego wykorzystywania przez rząd w Pekinie wcale nie jest więc powszechna wśród badaczy.

Najważniejszą pracą analizującą PFM z perspektywy międzynarodowej ekonomii politycznej jest książka Mandy Shemirani (2011). Zaproponowała ona, aby na PFM spojrzeć jako na instytucje spełniające trzy różne role polityczne.

Po pierwsze, jako narzędzia do zwiększania potęgi państwa i realizacji jego interesów w polityce zagranicznej. Po drugie, patrząc na fundusze jako na jedną z form kapitalizmu państwowego (obok firm państwowych), zobaczymy w nich instrumenty działalności ekonomicznej państwa, która ma prowadzić do zwiększania przychodów oraz umożliwić lepsze zarządzanie ryzykiem

finansowym. Po trzecie wreszcie, PFM mogą być analizowane jako narzędzie polityki wewnętrznej używane na przykład do równoważenia budżetu lub do ratowania państwowych instytucji pogrążonych w kłopotach finansowych, a także do dywersyfikowania bazy przemysłowej gospodarki krajowej (w szczególności w przypadku krajów małych lub zależnych od jednego sektora, na przykład surowcowego). Shemirani konkluduje, że zachowania poszczególnych funduszy są modelowane przez wszystkie wymienione trzy role, zmieszane w różnych proporcjach, w zależności od funduszu, a ponadto zmieniające się w czasie.

Ustalenia Shemirani stały się ważnym fundamentem badań zaplanowanych w niniejszej monografii, a jej obserwacje dotyczące użycia PFM jako narzędzia politycznego były podstawą do sformułowania zasadniczych pytań badawczych w niniejszej pracy. Pytania o formy, jakie przybiera wykorzystanie funduszy w polityce zagranicznej i o uwarunkowania politycznego użycia PFM zrodziły się właśnie podczas lektury książki Shemirani, gdyż autorka w swoim opracowaniu jedynie zasygnalizowała te problemy badawcze.

Na kształt badań empirycznych największy wpływ miała z kolei praca William Norrisa (2016), poświęcona wykorzystaniu narzędzi ekonomicznych przez Chińską Republikę Ludową (ChRL). Autor próbował w niej odpowiedzieć na pytanie o uwarunkowania użycia przez ChRL funduszy majątkowych w polityce zagranicznej. Zastosowany przez niego schemat analityczny, zmieniony i rozwinięty, stał się podstawą do zaprojektowania analizy studiów przypadków zamieszczonych w niniejszej pracy.

Trzecią książką, która była szczególnie ważna dla badań prowadzonych przez autora, było opracowanie *War by other Means. Geoeconomics and Statecraft* autorstwa Roberta Blackwilla i Jennifer Harris (2016). W pracy tej autorzy udowadniają rosnące znaczenie narzędzi ekonomicznych w polityce zagranicznej, które możemy zaobserwować w stosunkach międzynarodowych. Wśród opisywanych instrumentów wspominają też o polityce inwestycyjnej i PFM, ale jednocześnie z ich książki przebija fakt istnienia istotnej luki badawczej; ustalenia naukowe na temat politycznej roli PFM są oparte na incydentalnych obserwacjach, a nie na uporządkowanej, pogłębionej wiedzy o funduszach jako narzędziu polityki zagranicznej.

Podsumowując, możemy stwierdzić, że badania politologiczne nad PFM są wciąż na początkowym etapie. Istnieje nadal wiele obszarów wymagających pogłębionej refleksji. Wśród nich znajduje się problem metod

wykorzystywania przez państwa PFM w polityce zagranicznej, a także uwarunkowań tego użycia. Rozwiązanie tych problemów badawczych było głównym zadaniem autora niniejszej pracy, ponieważ w opracowaniach rozważających teoretyczne zagadnienia polityki zagranicznej, w tym jej wymiar ekonomiczny, fundusze majątkowe były przez lata w zasadzie pomijane. Nie były więc ujmowane w klasyfikacjach instrumentów tej polityki. Możemy więc mówić o istnieniu istotnej luki badawczej w postaci braku odpowiedniej konceptualizacji PFM jako instrumentu wykorzystywanego w polityce zagranicznej.

Struktura pracy

Praca jest podzielona na pięć rozdziałów. Pierwsza część pracy ma charakter wprowadzający, a jej zasadniczym zadaniem jest przedstawienie czytelnikowi państwowych funduszy majątkowych, których znaczenie chociaż szybko rośnie, to przecież są to instytucje wciąż mało znane, nawet specjalistom. Wystarczy wspomnieć, że w języku polskim ukazało się ledwie kilkanaście prac poświęconych funduszom (na przykład Pszczółka, 2015; Urban, 2012b, 2012c, 2017; Wiśniewski, 2009, 2011). W rozdziale przedstawiono zatem, budzący nieco kontrowersji, problem zdefiniowania PFM, a także rys historyczny funkcjonowania tych instytucji. Następnie dokonano charakterystyki funduszy, wskazując ich najważniejsze cechy odróżniające od innych aktorów na międzynarodowych rynkach kapitałowych. Kolejny podrozdział poświęcono analizie strategii inwestycyjnych PFM, przedstawiając stan badań w tym zakresie, w tym między innymi interesującą z poznawczego punktu widzenia kwestię kierunków geograficznych inwestycji. W dalszej części rozdziału opisano obawy związane z działalnością funduszy, jakie są formułowane w literaturze przedmiotu. Ostatni fragment poświęcono politycznej odpowiedzi państw i instytucji międzynarodowych na wzrost wagi PFM, czyli próbom uregulowania zasad ich funkcjonowania, w szczególności w celu zapobieżenia potencjalnym zagrożeniom.

Celem drugiego rozdziału jest osadzenie prezentowanych badań w teorii stosunków międzynarodowych, zaprezentowanie dotychczasowego stanu wiedzy w przedmiocie rozważań, a także wyjaśnienie koncepcji badań empirycznych opartych na studiach przypadków prezentowanych w trzech kolejnych rozdziałach. Tę część pracy otwiera charakterystyka podejścia

badawczego, pokazująca, że chęć wyjaśnienia istoty funkcjonowania PFM w kontekście nauk politycznych w naturalny sposób prowadzi w kierunku badań nad ekonomią polityczną stosunków międzynarodowych. Drugi podrozdział przynosi opis stanu badań nad instrumentami polityki zagranicznej państwa. Najbardziej interesujące, w kontekście tematu pracy, instrumenty ekonomiczne, czyli te bazujące na szeroko rozumianych zasobach gospodarczych państwa, opisano w kolejnych dwóch podrozdziałach. Najpierw przyjrzeliśmy się rozmaitym klasyfikacjom tych narzędzi, zaczynając od najbardziej klasycznego zestawienia Baldwina (1985). Następnie przedmiot rozważań ulokowano w świetle różnych teorii eksplanacyjnych. Przeanalizowaliśmy zatem, jakie miejsce narzędzia dyplomacji ekonomicznej zajmują w różnych nurtach literatury, charakteryzujących się odmiennymi paradygmatami i reprezentujących różne szkoły stosunków międzynarodowych. Podrozdział piąty przynosi szczegółową analizę stanu badań nad PFM jako narzędziami polityki zagranicznej. Ostatni podrozdział jest mostem łączącym teoretyczną i empiryczną część pracy. Zaprezentowano w nim koncepcję badań empirycznych, w tym w szczególności przyjętą strukturę analityczną studiów przypadków zamieszczonych w następnych trzech rozdziałach opracowania.

Pierwszy *case* dotyczy Chińskiej Republiki Ludowej. W rozdziale trzecim opisano rolę PFM w polityce zagranicznej ChRL i jej uwarunkowania. Najpierw przedstawiono dość skomplikowany, a w pewnym sensie nawet tajemniczy świat chińskich funduszy majątkowych. Przeanalizowano ich inwestycje, zarówno w wymiarze geograficznym, jak i sektorowym. Następnie omówiono sposoby wykorzystywania funduszy w polityce zagranicznej ChRL. Cztery kolejne podrozdziały poświęcono analizie czterech wyszczególnionych zmiennych niezależnych, czyli poziomowi kontroli władz państwowych nad działaniami funduszy chińskich, potędze i ambicjom geopolitycznym ChRL, zasobom finansowym pozostającym w dyspozycji chińskich PFM oraz poziomowi transparentności ich działań inwestycyjnych.

Rozdział czwarty i piąty przynoszą analogiczne analizy odpowiednio dla Norwegii i Federacji Rosyjskiej. Żeby zapewnić maksymalną przejrzystość wywodów i porównywalność studiów przypadków, zachowano identyczną strukturę analityczną. Jej punktem wyjścia jest charakterystyka funduszu (w przypadku Norwegii) czy funduszy (w przypadku Rosji), w tym okoliczności ich powstania i prowadzonej działalności inwestycyjnej. Następnie opisano

przykłady użycia PFM w polityce zagranicznej tych państw, a potem badano cztery wyodrębnione czynniki (zmienne niezależne).

W rozdziale końcowym przedstawiono najważniejsze wnioski wypływające z przeprowadzonych badań. Z punktu widzenia teorii stosunków międzynarodowych najważniejsze są dwie rzeczy, stanowiące najistotniejszy wkład niniejszej pracy do naukowego dyskursu. Po pierwsze, udowodniono, że PFM powinny być ujmowane w zestawieniu instrumentów ekonomicznych polityki zagranicznej. Następnie na bazie klasycznego zestawienia Baldwina zaproponowano poszerzoną, uaktualnioną jego wersję uwzględniającą, obok wyników badań przeprowadzonych w niniejszej pracy, także ustalenia Armijo i Katady (2015). Po drugie, przedstawiono zestawienie sześciu różnych sposobów wykorzystywania PFM w polityce zagranicznej państw. Jest to pierwsza w literaturze próba naukowej klasyfikacji metod politycznego użycia funduszy, która, mam nadzieję, będzie początkiem szerszej dyskusji na ten temat.

Pozostałe wnioski dotyczą już bardziej szczegółowych zagadnień, ważnych przede wszystkim z punktu widzenia badań nad funduszami. Analiza zmiennych niezależnych wykazała, że to kontrola państwa nad funduszem jest kluczowym czynnikiem decydującym o możliwości użycia PFM w polityce zagranicznej. Inne z czynników miały znacznie mniejsze znaczenie. Jednocześnie badania potwierdziły, że generalizacje na temat politycznej roli PFM są bardzo ryzykowne. Z uwagi na różnorodność funduszy i ich właścicieli trudno jest analizować polityczne zachowania całego zbioru PFM. Dużo bardziej przydatne wydają się badania dotyczące wykorzystania funduszy w kontekście polityki zagranicznej poszczególnych państw, w tym również oczywiście badania porównawcze, jak to przeprowadzone w niniejszej pracy. Niniejsza monografia kończy się konkluzją, że udowodnienie politycznego wykorzystywania funduszy potwierdza wymieniane w literaturze obawy. Skoro zagrożenia są realne, to powinny one spotkać się z adekwatną odpowiedzią członków społeczności międzynarodowej, zarówno państw, jak i organizacji międzynarodowych. Ten ostatni wniosek jest więc *de facto* wezwaniem skierowanym do polityków, aby bardzo poważnie zastanowili się nad metodami przeciwdziałania politycznym zabiegom prowadzonym przez inne państwa za pomocą państwowych funduszy majątkowych.

Podziękowania

Bezosobowa forma pisania prac naukowych jest przyjętym standardem, aczkolwiek również od tej reguły są odstępstwa, co przekonująco zanalizowała Beata Mikołajczyk (2011). Dlatego też pozwalam sobie w tym miejscu na zrzucenie „maski bezosobowości" i najzupełniej osobiście, i w pierwszej osobie chciałbym podziękować wszystkim, bez których życzliwej pomocy przygotowanie niniejszej pracy byłoby niemożliwe.

W pierwszej kolejności chciałbym wspomnieć członków mojego zespołu projektowego, Piotra Wiśniewskiego oraz Marcina Obronieckiego, z którymi wspólnie realizowaliśmy poświęcony PFM projekt badawczy finansowany przez Narodowe Centrum Nauki (NCN). Wspólne badania i prace nad publikacjami projektowymi były bardzo rozwijające i bardzo poszerzyły moją wiedzę na temat funduszy.

Niniejsze opracowanie nie powstałoby bez środków finansowych z NCN, które umożliwiły zakup dostępu do bazy danych SWF Institute oraz zakup książek i prezentację badań na konferencjach międzynarodowych, w tym między innymi podczas bardzo owocnych konsultacji naukowych na uczelni ESADE w Madrycie, zorganizowanych przez Javiera Capape. *Gracias* Javier!

Podziękowania należą się też kierowanemu przez Profesor Małgorzatę Pietrasiak zespołowi Katedry Studiów Azjatyckich na Wydziale Studiów Międzynarodowych i Politologicznych Uniwersytetu Łódzkiego. Atmosfera wzajemnej życzliwości połączona jednak z dużą presją na prowadzenie wysokiej jakości badań, istotnych dla rozwoju wiedzy naukowej, a nie tylko dla samego badacza, stworzyły dla mnie idealne wręcz warunki do pracy.

Dziękuję też osobom, które poświęciły czas na przeczytanie pierwszej wersji tekstu i podzieliły się ze mną swoimi uwagami: Dariuszowi Urbanowi, Marcinowi Obronieckiemu oraz Karolowi Żakowskiemu. Większość z nich postarałem się uwzględnić w ostatecznej wersji pracy.

Na koniec chciałbym skierować słowa podziękowania do mojej żony, która najprzeróżniejszymi sposobami motywowała mnie do wytężonej pracy nad niniejszą książką. Aniu, najserdeczniej Ci dziękuję.

ROZDZIAŁ 1

Państwowe fundusze majątkowe

1.1. Wprowadzenie

Państwowe fundusze majątkowe często pozostają w cieniu, a ich działalność umyka uwadze mediów, opinii publicznej, a także naukowców i analityków zajmujących się stosunkami międzynarodowymi. Niewiele osób wie, czym one są, jak działają i z jakimi zagrożeniami wiąże się ich funkcjonowanie. Dlatego zanim zagłębimy się w analizę ich roli w polityce zagranicznej państw, warto przyjrzeć się tej grupie instytucji finansowych i spróbować odpowiedzieć na pytanie, co o niej wiadomo.

W pierwszej części rozdziału autor zmierzy się z problemem zdefiniowania PFM, który jest o tyle istotny, że w literaturze funkcjonuje wiele definicji i toczą się akademickie dyskusje, czy dana instytucja jest, czy nie jest państwowym funduszem majątkowym. Nie rozstrzygając oczywiście tych sporów, zostanie przedstawiona definicja przyjęta na potrzeby niniejszej pracy, która będzie mieć wpływ na zakres dalszych badań. Następnie zostanie przedstawiona historia rozwoju funduszy majątkowych ze szczególnym uwzględnieniem kwestii wzrostu wartości aktywów będących w dyspozycji tej grupy inwestorów. W trzecim podrozdziale zaprezentowano charakterystykę PFM na tle innych inwestorów instytucjonalnych, próbując pokazać te cechy, które są specyficzne właśnie dla tych funduszy. Osobna część pracy zostanie poświęcona na przegląd istniejącego stanu wiedzy o strategiach inwestycyjnych PFM, czyli tej sferze ich działalności, która budzi największe zainteresowanie i jest najściślej chroniona. W ostatnim podrozdziale zostaną omówione natomiast zagrożenia związane z działalnością PFM, w tym w szczególności oczywiście te mające charakter polityczny.

1.2. Problemy z definicją państwowych funduszy majątkowych

Terminu „państwowe fundusze majątkowe" (*Sovereign Wealth Funds*) jako pierwszy użył A. Rozanov (2005), opisując nim nowy typ inwestorów instytucjonalnych zarządzających państwowymi rezerwami dewizowymi w sposób odmienny od tradycyjnych banków centralnych. Rozpoczął on tym samym długą akademicką dyskusję o tym, czym tak naprawdę są PFM. Mimo

że od tego czasu minęło już ponad dziesięć lat, to naukowcom zajmującym się tym tematem daleko do zgody w kwestiach definicyjnych. Dlatego ustalenie, jak będzie rozumiane pojęcie „państwowy fundusz majątkowy" w niniejszej pracy ma kluczowe znaczenie.

W polskiej literaturze przedmiotu PFM są definiowane jako „fundusze inwestycyjne zależne od państwa, które inwestują aktywa pochodzące między innymi z nadwyżek budżetowych i rezerw walutowych. Tego typu fundusz angażuje się w szerokie spektrum klas aktywów, charakteryzujących się różnym poziomem ryzyka inwestycyjnego. W skład portfela mogą wchodzić udziałowe i dłużne papiery wartościowe, nieruchomości, projekty infrastrukturalne, fundusze typu *venture capital* oraz fundusze hedgingowe" (Pszczółka, 2015, s. 218). Inną definicję zaproponował Dariusz Urban, definiując PFM jako „grupę podmiotów inwestycyjnych, których cechą wspólną jest zarządzanie zgromadzonymi przez państwo aktywami finansowymi, denominowanymi w walutach innych krajów" (Urban, 2012b).

Innymi słowy przez PFM rozumie się kontrolowane przez państwo instytucje, inwestujące wydzieloną część środków z posiadanych przez państwo zasobów walutowych w sposób stwarzający szanse na osiągnięcie większych zysków niż osiągane w ramach tradycyjnego zarządzania rezerwami. Tradycyjnie rezerwy walutowe są inwestowane bowiem w papiery wartościowe uznawane za bezpieczne, ale jednocześnie dające niski zwrot z kapitału, takie jak na przykład obligacje rządowe Stanów Zjednoczonych. PFM inwestują często w zagraniczne papiery wartościowe, w tym akcje zagranicznych przedsiębiorstw. Inwestycje mogą być dokonywane bezpośrednio, bądź też pośrednio, poprzez inne fundusze inwestycyjne (Gordon, Niles, 2012, s. 25).

Odnośnie do powyższej kwestii panuje raczej zgoda, choć w określonych przypadkach właściwe zaklasyfikowanie danego podmiotu może być dość trudne. Sam Władimir Putin, spotykając się w 2008 roku jako premier Rosji z amerykańskim sekretarzem skarbu Henrym Paulsonem, gdy został zagadnięty o rosyjski PFM, stwierdził, że „Rosja jeszcze takowego nie posiada". Co oczywiście nie było prawdą o tyle, że rosyjski National Wealth Fund był już wtedy zaliczany do grona państwowych funduszy majątkowych (Clark i in., 2013, s. 13).

W tym miejscu nasuwa się pytanie, czy można w pełni precyzyjnie zdefiniować PFM. Z uwagi na wielką różnorodność podmiotów nazywanych w ten sposób, o czym będzie jeszcze mowa poniżej, nie jest to proste.

Na potrzeby Kongresu Stanów Zjednoczonych amerykański Government Accountability Office (GAO) wyróżnił cztery kryteria definiujące PFM (Xu, 2010, s. 4).

1. Są to ustanowione aktem rządowym lub przez rząd sponsorowane wehikuły finansowe.
2. Inwestują część lub całość swoich środków w aktywa zagraniczne inne niż papiery dłużne.
3. Zostały stworzone poprzez transfer rządowych środków pochodzących z nadwyżki budżetowej, nadwyżki handlowej, rezerw walutowych banku centralnego lub środków pochodzących ze sprzedaży surowców należących do danego kraju.
4. Nie są one funduszami emerytalnymi.

Spośród powyższych desygnatów kontrowersyjny jest ostatni punkt, ponieważ w praktyce nie zawsze można wyraźnie oddzielić fundusze emerytalne od PFM i wielu autorów nie robi takiego rozróżnienia. Na przykład Clark i współpracownicy (2013, s. 16) zdefiniowali PFM jako:

> rządowy lub kontrolowany przez rząd (bezpośrednio lub pośrednio) fundusz inwestycyjny, który nie ma zewnętrznych beneficjentów ani nie posiada zasobów finansowych innych niż rządowe lub należące do ogółu społeczeństwa. Fundusz ten inwestuje swój kapitał, krótko- lub długoterminowo, zgodnie z interesami i celami swojego państwowego sponsora.

Powyższa definicja, choć może napisana nieco technicznym językiem, wydaje się dość dobrze oddawać istotę państwowych funduszy majątkowych, a przede wszystkim nie wyklucza żadnej z dużych instytucji finansowych zaliczanych do PFM. W przeciwieństwie do definicji przyjętej w pracy Mandy Shemirani (2011, s. 14), książki skądinąd znakomitej, która za PFM uważa „fundusze posiadane przez rządy (…), które nie mają funkcji monetarnych albo dotyczących regulacji rynku finansowego, a których kryteria inwestycyjne obejmują nabywanie zagranicznych aktywów". To podejście do grupy PFM wyklucza więc na przykład saudyjski fundusz SAMA (Saudi Arabia Monetary Fund), która to instytucja oprócz inwestycji odpowiada również za politykę monetarną i regulację działalności banków komercyjnych.

Podobnie wykluczającą, a jednocześnie chyba najbardziej rozpowszechnioną definicją jest ta stworzona w 2008 roku przez międzynarodową grupę

roboczą (IWG) współpracującą z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008). Według niej PFM to „fundusze inwestycyjne specjalnego przeznaczenia, które są posiadane przez rządy. Stworzone dla celów makroekonomicznych, zarządzają aktywami, aby osiągać cele finansowe. Używają zestawu strategii inwestycyjnych, w tym inwestycji w zagraniczne aktywa finansowe". Przywołana międzynarodowa grupa robocza wyłączyła z definicji PFM rezerwy walutowe będące w posiadania władzy monetarnej, przedsiębiorstwa państwowe, fundusze emerytalne oraz fundusze będące w posiadaniu osób indywidualnych.

Definicja ta ma wiele istotnych słabości. Po pierwsze, wyklucza fundusze emerytalne oraz banki centralne lub inne instytucje rządowe odpowiedzialne za zarządzanie rezerwami walutowymi. Tym samym z grona PFM wykluczony byłby na przykład chiński fundusz SAFE (State Administration of Foreign Exchange), jeden z najważniejszych graczy na rynku funduszy majątkowych. Ponadto wyklucza te fundusze krajów Zatoki Perskiej (na przykład Kuwejtu, Zjednoczonych Emiratów Arabskich), które zarządzają środkami rodzin panujących w tych krajach, a także wskazuje jedynie na ekonomiczną motywację funduszy, co jak zostanie wykazane w niniejszej pracy nie jest prawdą.

Komisja Europejska dla odmiany przyjęła znacznie szerszą definicję PFM niż Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W specjalnym dokumencie poświęconym funduszom określa je jako

> będące w państwowym posiadaniu narzędzia inwestycyjne (*public investment vehicles*), które zarządzają zdywersyfikowanym portfelem krajowych i międzynarodowych aktywów finansowych. Ponadto są z reguły (ale niekoniecznie) złożone z zakumulowanych rezerw walutowych oraz zarządzane oddzielnie od rezerw walutowych na przykład z większą akceptacją ryzyka dla osiągnięcia wyższej stopy zwrotu (Bogołębska, 2012, s. 222; *Wspólna europejska strategia wobec państwowych funduszy majątkowych*, 2008).

W tych rozważaniach definicyjnych bardzo interesujące spojrzenie zaproponowali Blundell-Wignall i Wehinger (2011, s. 106), którzy PFM postrzegają jako jeden z pięciu najważniejszych „strumieni kapitału" (*capital pools*), w których własność rządowa ma kluczowe znaczenie. Innymi słowy PFM to jeden z pięciu typów państwowych instytucji kapitałowych.

1. Fundusze zabezpieczeń społecznych (*social security reserve funds*) – utworzone jako część systemu zabezpieczeń społecznych, które są zasilane przede wszystkim z bieżących składek pracowników i pracodawców.
2. Rezerwy walutowe – akumulowane w rezultacie interwencji na rynku walutowym.
3. Państwowe fundusze emerytalne – tworzone przez rządy w celu finansowania wypłat emerytur w przyszłości.
4. Państwowe fundusze majątkowe – strumienie państwowego kapitału, które są wykorzystywane do osiągania różnych celów państwa (między innymi zwiększenia stopy zwrotu z rezerw, ochrony rynku krajowego przed skutkami zmian cen surowców).
5. Przedsiębiorstwa państwowe – kontrolowane przez rząd podmioty prowadzące działalność komercyjną, często związaną z dostarczaniem usług publicznych lub infrastrukturą.

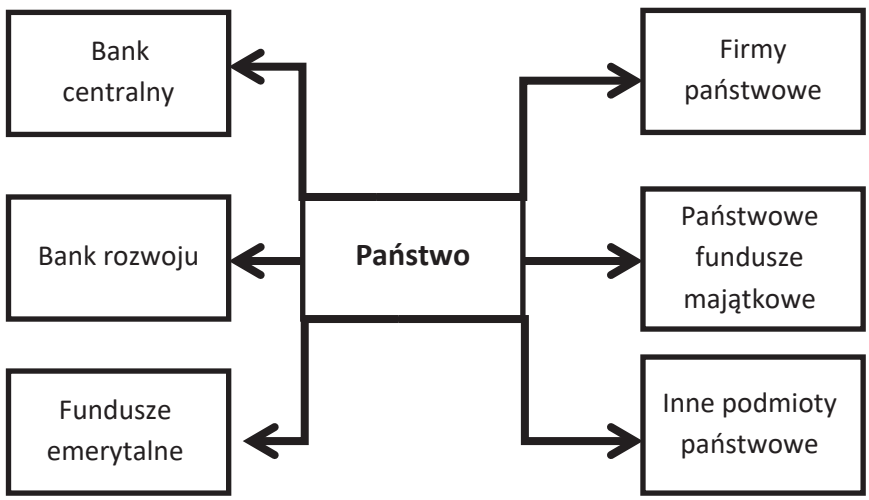
Zauważmy, że spośród powyższych typów instytucji kapitałowych trzy są bardzo mocno do siebie zbliżone. Po pierwsze, PFM bardzo często zarządzają funduszami wydzielonymi z rezerw walutowych państwa, ale też, jak w przypadku Chin, instytucja odpowiedzialna za zarządzanie rezerwami po prostu działa jak fundusz majątkowy. Po drugie, rola PFM jest na ogół podobna do funduszy emerytalnych, a największy z nich, czyli norweski fundusz Government Pension Fund Global (GPFG) ma wręcz w swojej nazwie słowo „emerytalny" (*pension*). W związku z tym bardzo trudno jest funkcjonalnie oddzielić fundusz majątkowy od emerytalnego, tym samym podział staje się całkowicie umowny, a przez to rozmyty.

Inny wniosek, jaki można sformułować, jest taki, że PFM nie są kategorią kompletnie odrębną od innych form instytucjonalnych, w jakich państwa organizują proces zarządzania swoim kapitałem. Można oczywiście wskazać określone cechy typowe dla tej formy, ale granice zawsze pozostaną mocno zatarte z uwagi na wielość typów, jakie przybierają fundusze i często hybrydowy charakter niektórych z nich. Różnice leżą w ich usytuowaniu prawnym, celach, skłonności do ryzyka, wielkości, przejrzystości itp.

Jeszcze inną klasyfikację, porządkującą miejsce PFM w strukturze instytucji finansowych państwa, przedstawili Keller i Vanoli (2012), którzy lokują je obok firm państwowych, funduszy emerytalnych, banku centralnego oraz

banku odpowiedzialnego za pomoc rozwojową (jeśli kraj takowy posiada)[1]. Została ona przedstawiona na rysunku 1.1.

Rysunek 1.1. Miejsce państwowych funduszy majątkowych w strukturze instytucji finansowych państwa



Źródło: Keller, Vanoli (2012, s. 82).

Jak widać, problem zdefiniowania pojęcia PFM i ulokowania go w strukturze instytucji finansowych kraju nastręcza sporo trudności. Na potrzeby niniejszej książki PFM zostaną zdefiniowane szeroko, za podstawę biorąc definicję Clarka i współpracowników, w której podkreśla się państwowy charakter kapitału oraz fakt, że PFM inwestują zgodnie z interesami i celami swojego kraju. W przyjętej definicji nie ma więc rozróżnienia na cele ekonomiczne i polityczne, nie ma również sztucznego wykluczania funduszy emerytalnych. Ponadto wybór takiego szerokiego ujęcia jest podyktowany także użyciem w pracy danych empirycznych dotyczących transakcji PFM, które zostały zaczerpnięte z bazy danych Sovereign Wealth Fund (SWF) Institute. Ten czołowy ośrodek analityczny, zajmujący się badaniem działalności funduszy majątkowych, w swojej bazie danych zbiera informacje o transakcjach zawieranych przez PFM rozumiane właśnie tak szeroko, czyli z uwzględnieniem funduszy emerytalnych prowadzących aktywną politykę inwestycyjną za granicą.

1 Ta klasyfikacja, choć niewątpliwe przejrzysta, nie bierze jednak pod uwagę sytuacji, w której na przykład bank centralny jest instytucją nadrzędną dla PFM.

1.3. Powstanie i rozwój państwowych funduszy majątkowych

Choć na czołówki gazet PFM trafiły dopiero w latach 2007–2008, to nie są one są zjawiskiem całkowicie nowym. Xu Yi-chong (2010, s. 1) korzeni PFM doszukuje się w dziewiętnastowiecznej Francji. W 1816 roku Louis-Emmanuel Corvetto, minister finansów króla Ludwika XVIII założył Caisse des Dépots et Consignations (CDC), instytucję finansową mającą na celu zarządzanie wydzielonymi środkami publicznymi, w tym pieniędzmi przeznaczonymi na emerytury dla funkcjonariuszy publicznych.

Spośród współczesnych instytucji za pierwszy PFM uznaje się powstały w Kuwejcie w 1953 roku Kuwait Investment Board, powołany na osiem lat przed formalnym uzyskaniem przez to państwo niepodległości i mający na celu zarządzanie zyskami ze sprzedaży surowców energetycznych. Początkowo miał on formę wydzielonego konta w Bank of England, a dwaj dyrektorzy banku byli powiernikami funduszu. Po zakończeniu brytyjskiego protektoratu nazwa została zmieniona na Kuwait Investment Office, a w 1984 roku fundusz połączono z Kuwait Investment Authority (Ulrichsen, 2016, s. 117).

W latach 50. XX wieku powstało jeszcze kilka innych funduszy, ale wielkość zasobów, którymi zarządzały, była niewielka. Druga fala powstawania PFM została wywołana kryzysem naftowym w latach 70. ubiegłego wieku. Wtedy powstał chociażby Abu Dhabi Investment Authority (1976), ale też singapurski Temasek Holding (1974). Wysokie ceny surowców, a w szczególności ropy naftowej, skłoniły część krajów do stworzenia wyspecjalizowanych instytucji finansowych zarządzających rosnącą ilością napływającej gotówki. Według wyliczeń Dariusza Urbana (2012b) przed rokiem 1991 powstało szesnaście podmiotów określanych mianem państwowych funduszy majątkowych, w okresie pomiędzy 1991 a 2000 rokiem powołano do życia trzynaście tego typu funduszy.

Jak zauważa Piotr Wiśniewski (2011, s. 81), aby powstał PFM, muszą być spełnione dwa podstawowe warunki:

1) w kraju muszą być stabilne finanse publiczne (długoterminowo, ponieważ długofalowa strategia alokacji nadwyżek jest niemożliwa, jeśli równowaga budżetowa ma charakter chwiejny);

2) rząd musi mieć wolę efektywnego lokowania rezerw dewizowych (decyzji o utworzeniu PFM zwykle towarzyszy przekonanie o potrzebie inwestycji rezerw w sposób bardziej produktywny niż przy realizacji strategii oportunistycznej).

Innymi słowy rząd musi mieć możliwości inwestycyjne (nadwyżki) oraz skłonność do podjęcia ryzyka związanego z poszukiwaniem wyższej stopy zwrotu z kapitału.

Kolejna gwałtowna fala wzrostu liczby funduszy i wartości zarządzanego przez nie majątku rozpoczęła się w pierwszych latach XXI wieku. Tylko w latach 2005–2008 powstało kilkanaście nowych PFM, zwiększając ich ogólną liczbę do ponad czterdziestu. Trzecia fala tworzenia funduszy była związana z gwałtownie rosnącymi rezerwami walutowymi w państwach rozwijających się, w szczególności w Azji. W latach 1998–2009 wzrosły one z około 0,5 biliona dolarów do 5 bilionów dolarów (Kozack i in., 2011, s. 24). W roku 2016 według SWF Institute działało już siedemdziesiąt dziewięć PFM, co oznacza bardzo znaczący wzrost ich liczby w ostatnich kilku latach.

Trudnym okresem dla PFM był na pewno światowy kryzys finansowy w latach 2008–2009. Kryzys ten wpłynął na działalność funduszy majątkowych na kilka sposobów. Po pierwsze, w związku z poniesieniem strat wynikających ze spadku wartości posiadanych w portfelach inwestycyjnych aktywów (akcji), nastąpił przepływ do mniej ryzykownych i bardziej płynnych aktywów. Po drugie, wystąpiło, chwilowe jak się okazało, spowolnienie napływu nowych środków do funduszy majątkowych. Po trzecie, nastąpiło wykorzystanie części aktywów funduszy do stabilizowania krajowych gospodarek, co zmniejszyło możliwości działania na rynkach międzynarodowych. Po czwarte, część funduszy wykorzystała kryzys (niskie wyceny spółek) do nabywania udziałów w dużych przedsiębiorstwach na rynkach rozwiniętych. Po piąte, nastąpiła poprawa wizerunkowa funduszy majątkowych (między innymi w związku z przyczynieniem się do stabilizacji gospodarek, a także zwiększoną przejrzystością ich działalności) oraz po szóste, zwiększyła się koordynacja działań funduszy majątkowych z działaniami innych podmiotów instytucjonalnych na rynkach finansowych (Balin, 2010, s. 7; Dawidowicz, 2012).

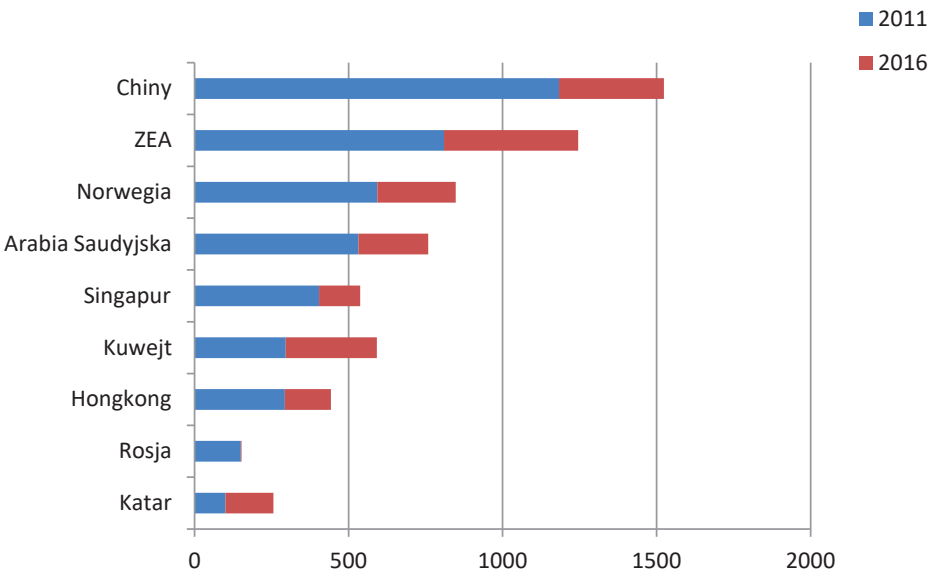
Nagła ekspansja liczby PFM była spowodowana przez nałożenie się na siebie dwóch czynników. Po pierwsze, wzrostu cen surowców energetycznych, który spowodował zwiększony napływ dewiz do producentów

ropy oraz gazu i w rezultacie konieczność sterylizacji rynku w celu zapobiegnięcia nadmiernemu wzrostowi inflacji czy nadpłynności sektora finansowego sprzyjającej powstawaniu baniek spekulacyjnych w różnych klasach aktywów. Po drugie, rosnącej nierównowagi w gospodarce światowej, w której kraje specjalizujące się w produkcji towarów eksportowych, w szczególności azjatyckie (na przykład Chiny), notują narastającą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, a chcąc ograniczyć aprecjację własnej waluty, która zmniejszyłaby opłacalność eksportu, muszą powiększać rezerwy walutowe. W obu przypadkach powstaje naturalna chęć wykorzystania posiadanego majątku w sposób bardziej efektywny – uzyskania odpowiednio wysokiej stopy zwrotu z kapitału, a przy tym ewentualnie i innych korzyści gospodarczych lub politycznych. Tradycyjne metody inwestycyjne (obligacje rządowe stabilnych krajów trzecich, na przykład Stanów Zjednoczonych) gwarantują względne bezpieczeństwo, ale nie dają perspektywy zbyt wielkich zysków.

Gwałtowny wzrost znaczenia PFM w XXI wieku należy wiązać niewątpliwie z postępującą globalizacją oraz trwałą nierównowagą handlową i płatniczą w skali międzynarodowej (Mezzcapo, 2009). Jest to też świadectwo umacniania pozycji państw narodowych, mocno osłabionej przez procesy globalizacyjne, poprzez wykorzystanie głównego motoru zmian na świecie – globalnych rynków finansowych. Ponadto jest on przejawem zmiany kierunku przepływów finansowych i źródeł kapitału na świecie oraz co za tym idzie zasadniczego osłabienia dominującej do niedawna pozycji Stanów Zjednoczonych i krajów Europy Zachodniej (Clark i in., 2013, s. 5). Zwróćmy bowiem uwagę, że zdecydowana większość PFM została stworzona przez kraje rozwijające się.

Jak widać na wykresie 1.1, największy kapitał zgromadzony w PFM ma Chińska Republika Ludowa (1,5 biliona dolarów). Na drugim miejscu są Zjednoczone Emiraty Arabskie (1,2 biliona dolarów), a na trzecim Norwegia (0,85 biliona dolarów). Kapitał ten bardzo szybko przyrasta we wszystkich krajach poza Rosją. W latach 2011–2016 w przypadku Kataru i Kuwejtu doszło wręcz do podwojenia wielkości aktywów. Najważniejszym źródłem kapitałów w PFM są kraje azjatyckie (około 40%) oraz kraje Bliskiego Wschodu (około 37%).

Wykres 1.1. Wzrost wielkości zasobów zarządzanych przez PFM wybranych krajów w latach 2011–2016 (w milionach dolarów)

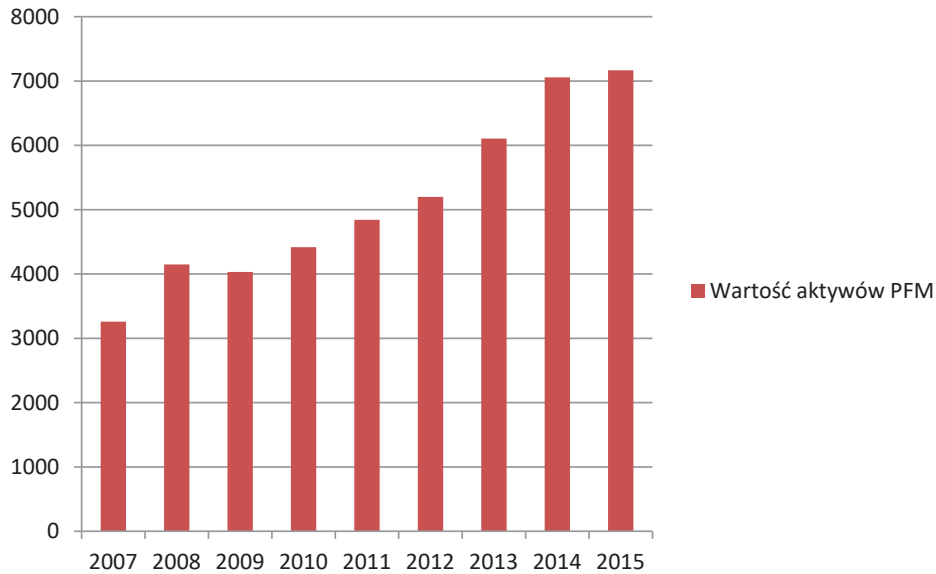


Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych SWF Institute.

Łącznie aktywa funduszy majątkowych były szacowane w styczniu 2008 roku przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy na 1,9–2,9 biliona dolarów, a według Sovereign Wealth Fund Institute w grudniu 2011 roku mogły sięgnąć niemal 4,8 biliona dolarów. W roku 2016 ich majątek był oceniany już na 7,3 biliona dolarów (*Sovereign Wealth Funds Rankings*, 2016), co oznacza wzrost o połowę w ciągu jedynie pięciu lat (wykres 1.2). W ciągu ostatniej dekady jedynym rokiem, w którym aktywa nieznacznie zmniejszyły się, był rok 2009, czyli apogeum kryzysu finansowego. Wzrost aktywów był niewątpliwie szybki, ale trzeba zaznaczyć, że wolniejszy od przewidywań. W 2008 roku Komisja Europejska zakładała, że do 2015 roku aktywa funduszy wzrosną do 12 bilionów dolarów (*Wspólna europejska strategia wobec państwowych funduszy majątkowych*, 2008).

Państwowe fundusze majątkowe są więc ważnymi aktorami na globalnym rynku kapitałowym, choć nie należy też przeceniać ich wielkości – stanowią one około 10% wartości całego globalnego rynku kapitałowego. Jednakże, jeśli utrzyma się imponujące tempo wzrostu wartości aktywów funduszy, to musimy liczyć się z możliwością, że w ciągu kilku kolejnych lat ich znaczenie istotnie wzrośnie.

Wykres 1.2. Zmiana wartości aktywów państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2015 (w miliardach dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Sovereign Wealth Funds Rankings* (2016).

Niektóre państwowe fundusze majątkowe osiągnęły skalę porównywalną już z największymi prywatnymi firmami zarządzającymi kapitałem, w tym funduszami hedgingowymi i funduszami typu *private equity*. Według danych na koniec 2014 roku, dysponujący największym portfelem norweski fundusz GPFG zmieściłby się w czołowej piętnastce rankingu największych instytucji zarządzających kapitałem inwestycyjnym, wyprzedzając tak znane fundusze jak Franklin Templeton Investments czy Legg Mason (Kennedy, 2015). To oznacza, że największe PFM grają w finansowej superlidze, a ich menedżerowie należą do elity światowych finansistów pod względem wielkości portfeli, jakimi zarządzają.

Największym państwowym funduszem majątkowym jest norweski fundusz Government Pension Fund Global (GPFG), a zaraz za nim w rankingu znajdują się chiński China Investment Corporation oraz Abu Dhabi Investment Authority ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich (tabela 1.1). W pierwszej dziesiątce znajdują się jeszcze dwa inne fundusze chińskie oraz jeden z Hongkongu, trzy fundusze z państw arabskich oraz jeden z Singapuru.

Tabela 1.1. Szacowana wartość aktywów państwowych funduszy majątkowych (dane z czerwca 2016 roku)

Kraj	Fundusz	Wielkość zasobów (w miliardach dolarów)	Rok założenia	Wskaźnik przejrzystości Linaburga-Maduella
1	2	3	4	5
Norwegia	Government Pension Fund Global	847,6	1990	10
Chiny	China Investment Corporation	813,8	2007	8
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	6
Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	598,4	1952	4
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	592	1953	6
Chiny	SAFE Investment Company	474	1997	4
Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	442,4	1993	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	344	1981	6
Katar	Qatar Investment Authority	256	2005	5
Chiny	National Social Security Fund	236	2000	5
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Investment Corporation of Dubai	196	2006	5
Singapur	Temasek Holdings	193,6	1974	10
Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	160	2008	4
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	-
Australia	Australian Future Fund	95	2006	10
Korea Południowa	Korea Investment Corporation	91,8	2005	9

1	2	3	4	5
Kazachstan	Samruk-Kazyna JSC	85,1	2008	
Kazachstan	Kazahstan National Fund	77	2000	2
Rosja	National Welfare Fund	73,5	2008	5
Zjednoczone Emiraty Arabskie	International Petroleum Investment Company	66,3	1984	9
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Mubadala Development Company	66,3	2002	10
Libia	Libyan Investment Authority	66	2006	1
Rosja	Reserve Fund	65,7	2008	5
Iran	National Development Fund of Iran	62	2011	5
Stany Zjednoczone (Alaska)	Alaska Permanent Fund	53,9	1976	10
Algieria	Revenue Regulation Fund	50	2000	1
Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	1
Stany Zjednoczone (Teksas)	Texas Permanent School Fund	37,7	1854	9
Azerbejdżan	State Oil Fund	37,3	1999	10
Malezja	Khaznah Nasional	34,9	1993	9
Oman	State General Reserve Fund	34	1980	4
Francja	Strategic Investment Fund	25,5	2008	9
Irlandia	Ireland Strategic Investment Fund	23,5	2001	10
Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	20,2	2003	10
Stany Zjednoczone (Nowy Meksyk)	New Mexico State Investment Council	19,8	1958	9
Kanada	Alberta's Heritage Fund	17,5	1976	9

Tabela 1.1. (cd.)

1	2	3	4	5
Stany Zjednoczone (Teksas)	Permanent University Fund	17,2	1876	-
Timor Wschodni	Timor-Leste Petroleum Fund	16,9	2005	8
Chile	Social and Economic Stabilisation Fund	15,2	2007	10
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Emirates Investment Authority	15	2007	3
Rosja	Russian Direct Investment Fund	13	2011	-
Bahrajn	Mumtalakat Holding Company	11,1	2006	10
Inne		36,7		
Razem		**7323,9**		

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Sovereign Wealth Fund Institute (*Sovereign Wealth Funds Rankings*, 2016).

Analizując ranking funduszy, nasuwa się też wniosek, że aktywa są bardzo skoncentrowane w ręku kilku największych graczy. Do pierwszej piątki największych funduszy należy aż połowa aktywów, a 75% kapitału jest w rękach zaledwie dziesięciu funduszy. Aż sześćdziesiąt jeden funduszy ma kapitał nieprzekraczający 100 miliardów dolarów, a trzydzieści cztery fundusze należą do grupy niewielkich funduszy o zasobach poniżej 10 miliardów dolarów (tabela 1.2).

Tabela 1.2. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych z punktu widzenia wartości aktywów poszczególnych funduszy

Szacowana wartość aktywów	**Liczba funduszy**	**Udział w ogólnej liczbie funduszy (w procentach)**
Powyżej 500 miliardów dolarów	5	6
100–500 miliardów dolarów	9	11
10–100 miliardów dolarów	28	35
Poniżej 10 miliardów dolarów	33	42
Brak danych	4	5

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Sovereign Wealth Funds Rankings* (2016); Urban (2012b).

Przywołując szacunki dotyczące wielkości aktywów funduszy majątkowych, należy jednak zaznaczyć, że z uwagi na brak przejrzystej polityki informacyjnej znakomitej większości PFM estymacje poszczególnych instytucji niekiedy znacząco różnią się od siebie i nie wiadomo dokładnie, jaki jest faktyczny stan posiadania funduszy. Brak transparentności wielu funduszy ma swoje odzwierciedlenie w przywołanym w tabeli 1.1 wskaźniku przejrzystości Linaburga-Maduella. Wrócimy jeszcze do tego problemu i tego wskaźnika w dalszej części pracy.

Chociaż nie znamy przyszłości, wydaje się, że należy spodziewać się raczej kontynuowania wzrostu wielkości aktywów zarządzanych przez PFM. Bogołębska (2012, s. 230) wskazuje na następujące czynniki tego wzrostu:

- ceny surowców naturalnych,
- tempo wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się,
- utrzymywanie się nierównowag globalnych,
- polityki kursowe w skali międzynarodowej,
- polityki akumulacji rezerw walutowych,
- postępy procesu starzenia się społeczeństw i efektywność funkcjonowania systemów emerytalnych,
- czynniki polityczne, w tym kształt restrykcji dotyczących inwestycji PFM,
- wysokości stóp zwrotu z inwestycji PFM,
- koniunkturę na rynkach globalnych.

Można do tego dodać również kwestię przyszłego kształtu polityki klimatycznej, w tym w szczególności porozumień globalnych w zakresie spalania paliw kopalnych. Ten czynnik będzie mieć szczególne znaczenie dla funduszy powstałych z akumulacji nadwyżek ze sprzedaży surowców.

1.4. Cechy charakterystyczne funduszy majątkowych

Państwowe fundusze majątkowe są bardzo ważnym graczem na współczesnym rynku kapitałowym obfitującym w różnych inwestorów o zróżnicowanych profilach i strategiach inwestycyjnych. Próbując dokonać systematyki globalnych inwestorów kapitałowych, należy podkreślić rosnącą hybrydyzację między nimi. Specyfika inwestycyjna różnych inwestorów instytucjonalnych, a także realizowane przezeń cele, coraz częściej bowiem przenikają się (Wiśniewski, 2011). W tabeli 1.3 przedstawiono uproszczoną systematykę

głównych typów inwestorów działających na międzynarodowych rynkach kapitałowych, w podziale na instytucje zaliczane do kategorii inwestorów tradycyjnych oraz alternatywnych.

Tabela 1.3. Klasyfikacja globalnych inwestorów instytucjonalnych z perspektywy ich specyfiki inwestycyjnej, celów strategicznych oraz wartości aktywów

Nazwa podmiotu	**Specyfika inwestycyjna**	**Cele strategiczne**	**Wartość aktywów (w bilionach dolarów) na koniec 2013 roku**
1	2	3	4
Tradycyjne instytucje			
Bankowość prywatna	Zarządzanie aktywami klientów zamożnych; kompleksowa obsługa bankowa	Zabezpieczenie wartości portfela połączone z realizacją obranych celów inwestycyjnych; dodatkowe usługi bankowe i inwestycyjne	52,6
Fundusze emerytalne	Składnik nowoczesnych systemów emerytalnych; obowiązkowa lub opcjonalna forma zabezpieczenia społecznego	Prymat bezpieczeństwa lokat wobec ich dochodowości; dywersyfikacja portfela inwestycyjnego; realizacja innych celów społecznych (na przykład stabilizacja finansów publicznych)	38,1
Fundusze inwestycyjne	Masowy produkt inwestycyjny przeznaczony (przede wszystkim) dla osób fizycznych, zdywersyfikowany pod względem realizowanych strategii inwestycyjnych i klas aktywów portfelowych	Maksymalizacja wartości aktywów poprzez wzrost wartości lokat; płynność, przejrzystość i prawne bezpieczeństwo inwestycji	30
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	Połączenie alokacji w fundusze inwestycyjne z polisą ubezpieczeniową (produkt inwestycyjno-ubezpieczeniowy)	Realizacja celów efektywności inwestycyjnej z korzyściami wynikającymi z ochrony ubezpieczeniowej, a także wielu preferencji podatkowych	29,1

1	2	3	4
Nietradycyjne (alternatywne) instytucje inwestycyjne			
Państwowe fundusze majątkowe	Podmioty tworzone w celu produktywnego i zgodnego z racją stanu państw będących dysponentami lokowania trwałych nadwyżek rezerw dewizowych (najczęściej pochodzących z eksportu surowców strategicznych)	Długoterminowa efektywność inwestycyjna połączona z realizacją strategicznych interesów politycznych lub społecznych	6,1
Fundusze *private equity*	Fundusze inwestujące w przedsiębiorstwa (projekty) niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (giełdzie); partycypacja w zarządzaniu spółkami portfelowymi; wysokie ryzyko; wspieranie projektów innowacyjnych	Długoterminowe budowanie wartości spółek portfelowych w celu ich późniejszej, rentownej odsprzedaży innym inwestorom (branżowym lub finansowym, włącznie z wprowadzeniem na giełdę papierów wartościowych)	3,5
Exchange Traded Funds (ETF)	Fundusze typu indeksowego notowane na giełdzie, które podlegają całodziennemu obrotowi i są obciążone niewielkimi opłatami	Wierne odtwarzanie notowań wybranego instrumentu finansowego lub koszyka walorów; niskie koszty; brak aktywnego zarządzania; preferencje podatkowe	2,4
Fundusze hedgingowe	Wyrafinowane fundusze spekulacyjne stosujące wiele skomplikowanych strategii alokacji (na przykład arbitrażu, timingu, nabywania aktywów gospodarek wschodzących, gry pod wskaźniki makroekonomiczne, użycia instrumentów pochodnych itp.)	Aktywne zarządzanie nastawione na maksymalizację efektywności inwestycyjnej i uniezależnienie się od korelacji ze zwrotami z tradycyjnych aktywów; premiowanie sukcesu inwestycyjnego w strukturze opłat (prowizji)	2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie Wiśniewski (2011, 2016).

Państwowe fundusze majątkowe wyraźnie przewodzą w kategorii inwestorów alternatywnych, dysponując zasobami większymi niż fundusze hedgingowe i *private equity* razem wzięte. Oznacza to, że mają one istotny wpływ na światowe rynki finansowe. Z porównania widać też wyraźnie, że PFM wyróżniają się na tle innych typów inwestorów rolą czynników niezwiązanych z efektywnością zarządzania kapitałem. W przeciwieństwie do innych inwestorów oprócz celów komercyjnych deklarują również cele polityczne i społeczne. Wiśniewski (2009) wymienia na przykład następujące cele:

- ograniczanie uzależnienia ekonomicznego od eksportu nieodnawialnych zasobów surowcowych,
- stabilizację budżetu państwa – ograniczanie zmienności wpływów i wydatków budżetowych,
- aktywne i zdywersyfikowane zarządzanie rezerwami dewizowymi (elastyczność i bezpieczeństwo lokat),
- zapewnienie puli oszczędności dla przyszłych pokoleń,
- udział w realizacji strategii rozwoju gospodarczego,
- finansowanie ważnych przedsięwzięć społeczno-ekonomicznych,
- zmniejszanie „nawisu" płynnościowego – niwelowanie wpływu rezerw dewizowych na rozmiar krajowej podaży pieniądza,
- stymulowanie wzrostu gospodarczego krajów będących beneficjentami inwestycji,
- realizację innych celów politycznych.

Z punktu widzenia rozważań w niniejszej pracy najważniejsza jest ta ostatnia kategoria, do której niewątpliwie należy wspomaganie państwa w osiąganiu celów na arenie międzynarodowej.

Podstawową klasyfikacją PFM jest podział według pochodzenia środków funduszu. Generalnie wyróżniamy tu dwie grupy funduszy: surowcowe oraz niesurowcowe. Pierwszą grupę stanowią instytucje zakładane przede wszystkim przez największych eksporterów ropy naftowej i gazu ziemnego, które dzięki zyskom ze sprzedaży surowców mają nadwyżki kapitału. Drugą grupę stanowią fundusze powstałe w krajach, które swoje nadwyżki zbudowały, korzystając z liberalizacji handlu światowego i rosnącej wymiany handlowej. Należy przy tym zauważyć, że część funduszy czerpie środki nie z rosnących rezerw walutowych, ale na przykład z wpływów podatkowych lub składek pracowniczych (Truman, 2010, s. 20).

Pierwszoplanowe znaczenie mają fundusze surowcowe oparte na wpływach z eksportu ropy naftowej i gazu ziemnego. Na koniec 2009 roku w ich posiadaniu było 60% wszystkich aktywów PFM na świecie, a w 2016 roku ta proporcja niewiele się zmieniła i wynosiła 58% (*Sovereign Wealth Funds Rankings*, 2016).

Fundusze zaliczane do grupy PFM różnią się znacząco celami, dla których zostały one powołane. Mamy więc fundusze stabilizacyjne (*stabilization funds)*, których celem jest ochrona gospodarki przed niekorzystnymi zmianami cen surowców. Środki akumulowane w okresach wysokich cen surowców i wpływów podatkowych tworzą bufor bezpieczeństwa w okresach, w których ceny surowców są niskie. Drugą grupę stanowią fundusze oszczędnościowe (*savings funds*), które mają zapewnić środki finansowe dla przyszłych pokoleń. Trzecią stanowią fundusze inwestycyjne (*reserve investment funds*), które mają na celu zarządzanie częścią rezerw walutowych w celu uzyskania wyższej stopy zwrotu. Czwarta grupa obejmuje fundusze rozwojowe (*development funds)*, stworzone do realizacji rozmaitych celów społeczno-ekonomicznych w kraju macierzystym i za granicą (na przykład Singh Bachher i in., 2016). Fundusze te finansują na przykład projekty infrastrukturalne. Ostatnią kategorią są fundusze emerytalne (*pension reserve funds*), które wspierają rządowe programy zabezpieczenia emerytalnego (International Monetary Fund, 2008; Pszczółka, 2015, s. 218–219).

Słabością tej i innych prób klasyfikacji funduszy majątkowych jest fakt, że wiele PFM realizuje różne cele i spełnia jednocześnie kryteria przynależności do dwóch lub trzech typów funduszy. Co więcej, cele funduszy zmieniają się w czasie i dostosowują do aktualnych potrzeb i możliwości (Truman, 2010, s. 11). Trzeba mieć to na uwadze, próbując przypisywać fundusz do danej kategorii.

Istotną cechą charakterystyczną PFM jest, sygnalizowana już wcześniej, mała przejrzystość działania większości z nich. Wiele funduszy nie ujawnia wielkości inwestycji, swojej strategii inwestycyjnej, celów, a także informacji dotyczących struktury organizacyjnej czy zarządzania ryzykiem. Wiele transakcji jest realizowanych poprzez skomplikowany łańcuszek pośredników i spółek córek, który niezwykle utrudnia śledzenie aktywności inwestycyjnej poszczególnych instytucji. To wszystko sprawia, że o niektórych PFM wiemy naprawdę mało, a podawane wielkości portfeli inwestycyjnych takich instytucji jak na przykład SAFE Investment Corporation czy saudyjski fundusz

SAMA są jedynie szacunkami. Stanowi to bardzo istotne ograniczenie badawcze, ponieważ wszelkie wnioski dotyczące PFM są obciążone błędem wynikającym z dysponowania niepełnymi danymi. Dlatego też ważną informacją, gdy analizujemy działania danego funduszu, jest poziom przejrzystości jego funkcjonowania.

Poziom przejrzystości jest określany za pomocą dwóch rankingów. Najpopularniejszym, stale aktualizowanym i najczęściej przywoływanym w literaturze jest wskaźnik przejrzystości Linaburga i Maduella przygotowywany przez SWF Institute. Indeks ten jest zbudowany na podstawie publicznie dostępnych informacji dotyczących wybranych kwestii związanych z funkcjonowaniem funduszu. Zalicza się do nich datę utworzenia, cele działalności, strukturę majątku, stosowane strategie inwestycyjne, wartość rynkową portfela inwestycyjnego, stopy zwrotu, przeprowadzanie niezależnego audytu sprawozdań finansowych, stronę internetową, siedzibę oraz dane kontaktowe. Za spełnienie przez fundusz każdego pojedynczego kryterium transparentności uzyskuje on jeden punkt. Taki sposób konstrukcji wskaźnika budzi sporo wątpliwości, gdyż na równi traktuje kwestie techniczne, które bardzo łatwo spełnić (na przykład posiadanie strony internetowej lub podanie danych kontaktowych), z kwestiami strategicznymi, takimi jak podanie do publicznej wiadomości stosowanej strategii inwestycyjnej. Autorzy rankingu wskazują, że minimalny zadowalający poziom przejrzystości działania funduszu wymaga uzyskania co najmniej ośmiu punktów. Według danych z 2016 roku tylko dwadzieścia osiem funduszy (z siedemdziesięciu dziewięciu notowanych w rankingu) spełniało to kryterium.

Drugim wskaźnikiem jest SWF *Transparency and Accountability Scoreboard*, przygotowywany po raz pierwszy przez Edwina Trumana w 2010 roku, a potem zaktualizowany w 2013 roku (Bagnall, Truman, 2013). Pierwotna wersja wskaźnika pokazywała sytuację na koniec 2009 roku, a zaktualizowana na koniec 2012 roku. Niewątpliwą zaletą tego rankingu jest fakt, że bierze on pod uwagę aż trzydzieści trzy różne elementy, które są potem przekładane na stupunktową skalę[2]. Badane są między innymi takie elementy, jak przejrzystość polityki inwestycyjnej, zakres i zasady raportowania,

2 Do każdego z trzydziestu trzech elementów jest przypisane pytanie. Jeśli odpowiedź na nie jest twierdząca, przyznawany jest jeden punkt, a jeśli jest negatywna, to zero. W wielu pytaniach możliwe jest jednak uzyskanie części punktu od 0,25 do 0,75.

struktura organizacyjna i charakter powiązań z rządem. Dzięki takiej konstrukcji wskaźnika można spodziewać się, że uzyskany wynik będzie znacznie dokładniejszy niż w przypadku indeksu Linaburga i Maduella. Istotną słabością rankingu jest oczywiście to, że nie jest on na bieżąco aktualizowany, a najświeższa obecnie wersja bazuje na informacjach z 2012 roku. Ponadto ranking obejmuje jedynie czterdzieści dziewięć instytucji uznanych przez autorów za PFM oraz dziewięć funduszy emerytalnych. Oznacza to, że nie są w nim uwzględnione tak znaczące fundusze, jak na przykład saudyjski fundusz SAMA Foreign Holdings czy chiński SAFE. Sprawia to, że rankingi nie są w pełni porównywalne (tabela 1.4). Średni wynik dla badanych PFM wyniósł pięćdziesiąt cztery punkty, a punktacja rozkłada się bardzo szeroko: dwa punkty zdobył fundusz z Gwinei Równikowej, a aż dziewięćdziesiąt osiem punktów norweski fundusz GPFG.

Tabela 1.4. Porównanie wyników w rankingach transparentności dwudziestu największych państwowych funduszy majątkowych

Pozycja w rankingu	**Kraj**	**Fundusz**	**Wskaźnik przejrzystości Linaburga-Maduella**	**Wskaźnik przejrzystości i odpowiedzialności *SWF Scoreboard 2012***
1	2	3	4	5
1.	Norwegia	Government Pension Fund Global	10	98
2.	Chiny	China Investment Corporation	8	64
3.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	Abu Dhabi Investment Authority	6	58
4.	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	4	b.d.
5.	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	6	73
6.	Chiny	SAFE Investment Company	4	b.d.

Tabela 1.4. (cd.)

1	2	3	4	5
7.	Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund Investment Portfolio	8	70
8.	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	6	66
9.	Katar	Qatar Investment Authority	5	17
10.	Chiny	National Social Security Fund	5	70
11.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	Investment Corporation of Dubai	5	21
12.	Singapur	Temasek Holdings	10	76
13.	Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	4	b.d.
14.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	Abu Dhabi Investment Council	-	b.d.
15.	Australia	Australian Future Fund	10	89
16.	Korea Południowa	Korea Investment Corporation	9	69
17.	Kazachstan	Samruk-Kazyna JSC	b.d.	b.d.
18.	Kazachstan	Kazahstan National Fund	2	71
19.	Rosja	National Welfare Fund	5	53
20.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	International Petroleum Investment Company	9	46

Źródło: opracowanie własne.

Widzimy, że chociaż niektóre fundusze (między innymi koreański i katarski) są ocenione relatywnie wyżej według wskaźnika Linaburga-Maduella, a niektóre przez *Scoreboard* (np. singapurski Temasek Holding), mimo to można zaobserwować zależność korelacyjną. Dla pokazanej w tabeli 1.4 grupy dwudziestu funduszy wskaźnik korelacji wynosi 0,46 (korelacja przeciętna), ale gdy weźmiemy grupę dziesięciu największych funduszy (notowanych w obu zestawieniach), to wskaźnik ten rośnie aż do poziomu 0,73 (korelacja bardzo wysoka). Wysoki stopień zbieżności jest dość zaskakujący przy tak diametralnie różnych metodach sporządzania omawianych wskaźników, ale jest jednocześnie pewnym świadectwem wiarygodności dla indeksu Linaburga-Maduella oceniającego działalność PFM w bardziej uproszczony sposób. Skoro uzyskiwane wyniki są w dużej mierze zbieżne, świadczy to na rzecz metody wybranej przez SWF Institute. Dlatego też w dalszej części pracy, mówiąc o przejrzystości działania poszczególnych funduszy, będziemy częściej odnosić się do wskaźnika Linaburga-Maduella, który obejmuje znacznie większą liczbę PFM i jest bardziej aktualny.

1.5. Strategie inwestycyjne funduszy

Nagły wzrost zainteresowania działalnością PFM, który był związany z ogłoszeniem przez Chiny w 2007 roku powstania China Investment Corporation, zaowocował gwałtownym zwiększeniem liczby prac naukowych poświęconych funduszom. Wiele z nich było pisanych przez ekonomistów i dotyczyło poszukiwania charakterystycznych dla PFM wzorców zachowań inwestycyjnych. Na bazie mniejszych lub większych prób ilościowych analizowano transakcje dokonywane przez fundusze w celu znalezienia określonych prawidłowości. Rozważane były różne hipotezy, podejmowane były różne kierunki badań. Poniżej przedstawimy najważniejsze nurty tych analiz.

Po pierwsze, zadawano pytania o to, w jakiego typu podmioty inwestują PFM. Z przeprowadzonych badań (Fernandes, 2009; Fotak i in., 2008) wynika, że interesują je przede wszystkim duże prywatne przedsiębiorstwa, często wielonarodowe. Inwestują w nie głównie poprzez bezpośrednie transakcje, nie korzystając z mechanizmów giełdowych, co wynika często z faktu, że kupują one akcje przedsiębiorstw nienotowanych na giełdach. W ocenie autora ta prawidłowość jest prawdopodobna, ale trzeba mieć na uwadze, że przy niskiej transparentności działań wielu PFM o mniejszych inwestycjach, w mniejsze

przedsiębiorstwa, po prostu możemy nie dysponować kompletną wiedzą, gdyż takie informacje nigdy nie są upubliczniane.

Po drugie, pytano o horyzont inwestycyjny PFM i ich zachowania właścicielskie. W zasadzie wszyscy badacze zgadzają się z obserwacją, że PFM inwestują w długim horyzoncie czasowym, co odróżnia je od rynkowych spekulantów i generalnie jest postrzegane jako ich bardzo pozytywna, bo stabilizująca rynki, cecha. Właśnie tym długim horyzontem inwestycyjnym Fernandes (2009) tłumaczy wyniki swoich badań, pokazujące, że płynność aktywów nie zawsze jest czynnikiem kluczowym przy podejmowaniu decyzji o wejściu do danej spółki. Teza ta jest jednak podważana przez późniejsze badania, które pokazują, że czynnik płynności ma duże znaczenie dla zarządzających PFM (Urban, 2016).

Jeszcze więcej kontrowersji budzi odpowiedź na pytanie, czy PFM są inwestorami pasywnymi (niewywierającymi istotnego wpływu na sposób zarządzania przedsiębiorstwem i w rezultacie na jego wyniki) czy też aktywnymi, czyli oddziałującymi na różne sposoby na przedsiębiorstwo, którego są współwłaścicielami. Wprawdzie Kotter i Lel (2011) dowodzili, że niemal zawsze zachowują się one pasywnie, ale inni badacze (na przykład Dewenter i in., 2010; Mehrpouya i in., 2009) wskazywali na wiele przykładów aktywnych zachowań inwestorskich. Ponieważ ta kwestia ma istotne znaczenie dla pytania o motywacje polityczne funduszy, wrócimy do niej szerzej w rozdziale drugim.

Po trzecie, zastanawiano się, czy PFM zachowują się podobnie do innych instytucjonalnych inwestorów globalnych. I ponownie, niektóre badania to potwierdzały (Avendano, Santiso, 2009; Kotter, Lel, 2011), a inne wskazywały na specyficzne zachowania PFM, takie jak rola „ostatniej deski ratunku" w sytuacjach kryzysowych (Couturier i in., 2009; Raymond, 2010) czy tendencje do inwestowania w te sektory gospodarcze, które są słabo rozwinięte w kraju pochodzenia funduszu (Chhaochharia, Laeven, 2009). Niektórzy badacze wręcz twierdzili, że PFM osiągają słabsze wyniki inwestycyjne w porównaniu z innymi graczami na rynkach finansowych (Bortolotti i in., 2010) albo dowodzili, że zachowują się odmiennie od innych inwestorów (Johan i in., 2013; Boubakri i in., 2011). Na przykład, w porównaniu do funduszy emerytalnych PFM są zdecydowanie bardziej skłonne do inwestowania w sektory strategiczne (finansowy, surowcowy, górniczy, transportowy, telekomunikacyjny i usługi komunalne) i w krajach o słabo rozwiniętym systemie prawnym i instytucjonalnym (Boubakri i in., 2016).

Po czwarte, toczy się debata dotycząca wpływu PFM na wyniki finansowe spółek giełdowych, w których te podmioty są inwestorami. Fernandes (2014) udowadniał, że obecność PFM wśród udziałowców przynosi zarówno wzrost wartości rynkowej spółek, jak i ich zysków operacyjnych. Autor wiąże to z długim horyzontem inwestycyjnym, znacznie przekraczającym horyzont tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, który zmniejsza presję na krótkookresowe wyniki. Jednocześnie polityczne umocowanie inwestora może stanowić czynnik sprzyjający wejściu przedsiębiorstwa na nowe, dotychczas niedostępne rynki zbytu. Podobne wyniki, choć na znacznie mniejszej próbie transakcji, uzyskał Dariusz Urban (2015), a odmienne między innymi Kotter i Lel (2011), co świadczy o tym, że badana kwestia nie została jeszcze naukowo rozstrzygnięta.

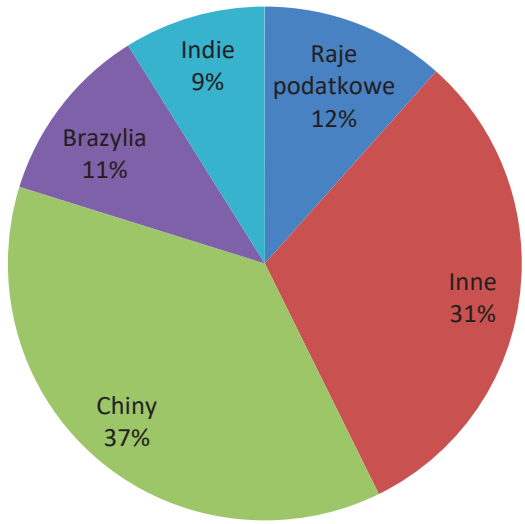
Osobnym nurtem rozważań była również kwestia preferencji geograficznych. W zasadzie ze wszystkich badań wynika, że PFM preferują rynki rozwinięte (Fernandes, 2009; Kamiński, 2015a). Wiąże się z tym też fakt, że PFM inwestują przede wszystkim w aktywa denominowane w najważniejszych walutach międzynarodowych: dolarze, euro, funcie szterlingu i jenie. Jak zauważa Ireneusz Pszczółka (2015, s 224), wybór ten wynika zasadniczo z:

- rozmiaru gospodarki i jej pozycji w gospodarce światowej (przede wszystkim wielkości udziału w wymianie handlowej);
- zaufania do waluty wynikającego ze stabilnych warunków instytucjonalno-prawnych oraz przewidywalnej polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej gwarantującej stabilność cen i zachowywanie niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych;
- istnienia płynnego, bezpiecznego i konkurencyjnego rynku instrumentów denominowanych w danej walucie.

Jak wykazano w jednej z wcześniejszych prac autora (Kamiński, 2015a), w latach 2000–2014 państwa nienależące do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) przyciągnęły jedynie 16% wszystkich inwestycji dokonanych przez PFM w tym okresie. Co ciekawe, zdecydowanie najaktywniejszym inwestorem, odpowiedzialnym aż za połowę tych inwestycji, był Singapur. Na dalszych miejscach znalazły się Norwegia oraz kraje Zatoki Perskiej.

Ciekawe wnioski można też sformułować, analizując rozkład geograficzny inwestycji PFM w krajach nienależących do OECD w latach 2000–2014 (wykres 1.3).

Wykres 1.3. Rozkład geograficzny inwestycji państwowych funduszy majątkowych w krajach rozwijających się (dane za lata 2000–2014)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Kamiński (2015a).

Z wykresu 1.3 widać wyraźnie, że największą część kapitału zainwestowanego przez PFM przyciągnęły Chiny (ponad 1/3). Jeśli policzymy wszystkie kraje zaliczane do grupy BRICS[3], to okaże się, że odpowiadają one za niemal 2/3 wszystkich inwestycji PFM w krajach rozwijających się. To oznacza, że PFM preferują raczej inwestycje na rynkach dużych i płynnych, a unikają gospodarek niewielkich. W rezultacie większość niewielkich krajów rozwijających jest zupełnie nieatrakcyjna dla zarządzających funduszami, z wyjątkiem tzw. rajów podatkowych, takich jak Wyspy Bahama, Bermudy czy Kajmany, które w badanym okresie przyciągnęły ponad 12 miliardów dolarów. Oczywiście małe wyspiarskie państewka nie są w tym przypadku docelową destynacją dla kapitału, który jest z pewnością reinwestowany, w tej czy innej formie, za granicę.

Omawiając kwestię inwestycji PFM w krajach rozwijających się, należy też poruszyć kwestię uczestnictwa funduszy w polityce rozwojowej. Już w 2008 roku szef Banku Światowego Robert Zoellick wzywał PFM z Bliskiego Wschodu i Azji do zainwestowania chociaż 1% swoich zasobów w Afryce, co pokryłoby prawie 1/3 potrzeb tego kontynentu w zakresie inwestycji infrastrukturalnych (Triki, Faye, 2011). W podobnym duchu pisał Javier Santiso (2008),

3 Grupę BRICS tworzą Brazylia, Rosja, Indie, Chiny i Republika Południowej Afryki.

który podliczył, że jeśli PFM zainwestowałyby jedynie 10% swoich aktywów w gospodarkach rozwijających się, to byłby to zastrzyk kapitału większy niż cała pomoc rozwojowa wszystkich krajów OECD razem wziętych. Niestety, jak wynika z badań (Kamiński, 2015a), znaczenie PFM jako dostarczycieli wsparcia finansowego dla najbiedniejszych krajów jest znikome, z całą pewnością poniżej potencjału oraz oczekiwań. Analizując przygotowaną przez Organizację Narodów Zjednoczonych listę czterdziestu ośmiu najbiedniejszych krajów, można znaleźć jedynie kilka przykładów projektów inwestycyjnych zrealizowanych przez PFM. Co ciekawe, wszystkie z nich były bardzo silnie motywowane politycznie i trudno je uznać za przykłady pomocy rozwojowej. Oczywiście wspierały one rozwój gospodarki kraju przyjmującego, ale bardziej jako wartość dodana, a nie główny cel. Do lepiej znanych przykładów szerszego zaangażowania w pomoc rozwojową (w tym przypadku również humanitarną) należy działalność singapurskiego funduszu Temasek Holding. Poprzez swoje dwie organizacje filantropijne, Temasek Trust i Temasek Foundation, fundusz wspiera czternaście różnych programów w Azji (między innymi w Chinach, Indiach, na Filipinach i w Wietnamie), w roku 2003 brał udział w zwalczaniu epidemii SARS, a w 2005 roku dostarczał pomoc humanitarną dla ofiar tsunami (Shemirani, 2011). Trudno zatem zaprzeczyć, że w PFM tkwi potencjał do odegrania istotniejszej roli w polityce pomocy dla krajów rozwijających, ale do tej pory ten nurt ich działalności ma zupełnie marginalne znaczenie. Dla dalszych rozważań w tej pracy ten wątek jest jednak bardzo ważny, ponieważ wskazuje możliwą formę wykorzystania PFM do celów politycznych, w tym wypadku wynikających z polityki rozwojowej państwa. Dlatego do tego tematu wrócimy w dalszej części książki, w rozdziale poświęconym Norwegii.

Z powyższego przeglądu badań nad strategiami inwestycyjnymi PFM można sformułować dwa zasadnicze wnioski, a mianowicie, że zróżnicowanie funduszy bardzo utrudnia jakiekolwiek generalizowanie na temat całej grupy tych instytucji i że wyniki badań są często bardzo rozbieżne, w zależności od tego, jaki okres był analizowany i jakie metody badawcze były stosowane.

Wygląda na to, że PFM przyjmują bardzo różne strategie, a ich decyzje inwestycyjne są różnie motywowane. W zależności od tego fundusze możemy podzielić na trzy grupy (Kołodziejczyk, 2011, s. 15), aczkolwiek z zastrzeżeniem, że przynależność do tych grup może się zmieniać w czasie wraz ze zmianą strategii funduszu.

1. Konserwatywni i pasywni inwestorzy, których strategia opiera się przede wszystkim na aktywach o stałym oprocentowaniu i pasywnym zarządzaniu portfelem.
2. Zorientowani na zyski pasywni inwestorzy – portfolio aktywów tych inwestorów jest bardziej zdywersyfikowane, o wyższym oczekiwanym zysku, ale i wyższym ryzyku niż konserwatywnych inwestorów. Największy udział w portfolio mają akcje i udziały, a pozostała część jest podzielona między bezpieczne aktywa o stałym oprocentowaniu i ryzykowne, alternatywne inwestycje (fundusze hedgingowe, fundusze lewarowane i nieruchomości).
3. Inwestorzy strategiczni – najmniejsza grupa funduszy działająca aktywnie za pośrednictwem bezpośrednich inwestycji. Niektóre fundusze tego typu chronią narodowe strategiczne interesy ekonomiczne, alokując środki na rynku krajowym oraz w wybrane międzynarodowe aktywa inwestycyjne.

Jeśliby jednak chcieć się pokusić o wymienienie kilku cech charakterystycznych dla zachowań tego typu inwestorów, to można je scharakteryzować w następujący sposób. Państwowe fundusze majątkowe inwestują przeważnie w krajach rozwiniętych, nabywają udziały w podmiotach dużych, mają wieloletni horyzont inwestycyjny, a podejmując decyzje biorą pod uwagę również czynniki inne niż tylko zysk finansowy. Ten ostatni czynnik jest także zasadniczym źródłem obaw, jakie budzi działalność PFM, które zostaną omówione w kolejnej części pracy.

1.6. Obawy związane z działalnością państwowych funduszy majątkowych

Obawy związane z działalnością PFM są publicznie wyrażane mniej więcej od 2007 roku, kiedy to informacja o nabyciu przez China Investment Corporation akcji w amerykańskim funduszu Blackstone trafiła na pierwszą stronę dziennika „Financial Times" (Arnold i in., 2007). Niepokój budziło pochodzenie kapitału, wielkość transakcji (3 miliardy dolarów) oraz towarzyszące jej pogłoski o początku ekspansji chińskiego funduszu. Głosy zaniepokojenia odezwały się w wielu krajach świata, szczególnie głośno po obu stronach Atlantyku. W Stanach Zjednoczonych temat PFM stał się nawet częścią kampanii wyborczej. Ubiegający się o fotel prezydencki Barack Obama w 2008 roku

komentował, że jest „(…) w oczywisty sposób zaniepokojony, że te (…) państwowe fundusze majątkowe są motywowane czymś więcej niż tylko czynnikami rynkowymi i to jest oczywiście możliwe" (Loh, 2010)[4].

Swoje obawy sformułowała też Komisja Europejska (*Wspólna europejska strategia wobec państwowych funduszy majątkowych*, 2008), wskazując na kilka różnych zagadnień. Po pierwsze, stwierdziła, że przyjmując perspektywę makroekonomiczną, „wzrost znaczenia PFM stanowi dowód poważnego zakłócenia równowagi rachunków bieżących w gospodarce światowej, wywołanego manipulowaniem kursem wymiany przez niektóre z krajów dysponujących nadwyżką walut". Po drugie, zwróciła uwagę na brak przejrzystości w funkcjonowaniu niektórych funduszy. Może to oznaczać, że decyzje inwestycyjne są podejmowane w imię interesów politycznych krajów będących właścicielami PFM, a nie realizacji zwykłych interesów ekonomicznych i maksymalizacji zysków. Po trzecie, Komisja Europejska wskazała na możliwość podejmowania przez PFM prób przejmowania kontroli nad spółkami działającymi w sektorach o strategicznym znaczeniu i wpływania na ich decyzje gospodarcze w sposób zgodny z interesem właścicieli PFM, a nie samego przedsiębiorstwa.

Naukową kategoryzację zagrożeń związanych z działalnością funduszy majątkowych przeprowadził Xu Yi-chong (Xu, 2010), który wskazał na cztery budzące niepokój zjawiska związane z funduszami. Po pierwsze, rosnącą liczbę krajów, które posiadają PFM. Z kwestią rosnącej liczby krajów mających PFM wiążą się fundamentalne pytania o szybko zmieniającą się rolę rządów i zyskujący na znaczeniu „kapitalizm państwowy", w którym dochodzi do przesunięcia kapitału z rąk właścicieli prywatnych w ręce rządów. Ponadto przesunięcia te następują w innym niż do niedawna kierunku, ponieważ relatywnie ubogie państwa stają się ważnymi eksporterami kapitału na skalę globalną. Po drugie, niepokój budzi rosnący kapitał będący w dyspozycji funduszy. Jak już wspomniano, zasoby finansowe funduszy szybko rosną. Jeśli w 1990 roku zasoby PFM były oceniane na około 500 milionów dolarów, w 2008 roku na 2 miliardy dolarów, to w marcu 2016 roku już na 7,4 miliarda dolarów. To wciąż relatywnie niewielka część globalnego rynku finansowego, ale jeżeli tempo wzrostu aktywów funduszy utrzyma się na dotychczasowym poziomie, to ich rola będzie

4 Dokładny cytat brzmiał: „I am obviously concerned if these… sovereign wealth funds are motivated by more than just market consideration and that's obviously a possibility".

szybko rosnąć. Po trzecie, zagrożeniem jest możliwość użycia funduszy, w sposób jawny lub niejawny, do celów politycznych. Po czwarte, obawy budzi niska transparentność PFM, wskutek tego niewiele wiadomo o motywach i strategiach inwestycyjnych tych inwestorów. Problem ten występuje szczególnie w przypadku funduszy będących w posiadaniu państw niedemokratycznych i niebędących członkami OECD.

Alternatywną kategoryzację zagrożeń przedstawił Adnan Hassan (2009), a także Edwin Truman (2010) w podstawowej dla zrozumienia fenomenu PFM książce *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* Wymienił w niej pięć zasadniczych obaw związanych z działalnością PFM, a mianowicie:

1) błędy w zarządzaniu PFM, które prowadzą do strat finansowych krajów będących właścicielami funduszy;
2) realizację celów politycznych z wykorzystaniem PFM;
3) wzrost protekcjonizmu finansowego spowodowany działalnością PFM;
4) ryzyko destabilizacji systemu finansowego i wzrost niepewności na rynkach wywołane przez PFM;
5) ryzyko konfliktu interesów pomiędzy funduszem, politykami go kontrolującymi, kupowanymi podmiotami oraz krajami przyjmującymi inwestycje.

Zatrzymajmy się na chwilę przy kategoryzacji Trumana, która prawdopodobnie najsilniej weszła do międzynarodowego obiegu naukowego, omawiając pokrótce wszystkie wskazane przez niego zagrożenia.

Błędy w zarządzaniu

Pierwsze z zagrożeń wskazanych przez Trumana dotyczy samego państwa posiadającego PFM i opiera się na przeświadczeniu, że instytucje publiczne co do zasady zarządzają kapitałem mniej efektywnie niż instytucje prywatne. Na przykład banki prywatne zwykle osiągają wyniki lepsze niż banki publiczne. Dlatego też Truman argumentuje, że PFM mogą zarządzać zgromadzonymi w nich środkami mniej efektywnie niż prywatni inwestorzy, gdyż ich menedżerowie będą poddawani rozmaitym presjom ze strony władz (nepotyzm, korupcja, prymat interesów politycznych nad racjonalnym wyborem ekonomicznym). W rezultacie publiczne środki będą marnotrawione, co w skrajnym przypadku może zagrozić stabilności finansów państwa.

Z uwagi na to zagrożenie, obywatele krajów mających PFM powinni być zainteresowani stworzeniem i wdrożeniem międzynarodowego kodeksu dobrych

praktyk dotyczących zarządzania PFM. Jak argumentuje Cummine (2016), taki kodeks dobrych praktyk powinien obejmować również kwestie partycypacji obywateli, faktycznych właścicieli środków publicznych zgromadzonych w funduszach, nie tylko w zarządzaniu, ale też w zyskach. Autorka sugeruje, że dobrym rozwiązaniem byłyby bezpośrednie wybory zarządów funduszy oraz wypłacanie zysków w gotówce dla obywateli w formie dywidendy, tak jak robi to Alaska Permanent Fund Corporation. Propozycja ta, jako rozwiązanie systemowe, spotkała się ze słuszną krytyką zwracającą uwagę na fakt, że PFM nie różnią się aż tak bardzo od przedsiębiorstw państwowych, w przypadku których nikt poważnie nie postuluje demokratycznych wyborów ich menedżerów (Sandbu, 2016).

Realizacja celów politycznych

Dla naszych rozważań kluczowe jest wspomniane przez Trumana ryzyko politycznego wykorzystania funduszy przez rządy. Po pierwsze, dzięki inwestycjom PFM państwa mogą zwiększać swoje wpływy w innych krajach poprzez stosowanie bezpośredniego nacisku ekonomicznego. Przykładem niech będzie użycie przez Chińską Republikę Ludową obietnicy zakupu obligacji rządu Kostaryki o wartości 300 milionów dolarów (poprzez jeden z chińskich PFM) w zamian za zerwanie przez ten kraj stosunków dyplomatycznych z Tajwanem (szerzej o tym w rozdziale w trzecim). Innym przykładem może być wzrost znaczenia chińskich inwestycji w Europie w czasie kryzysu strefy euro w latach 2011–2013. Ówczesny minister finansów Włoch, Giulio Tremonti, który początkowo sceptycznie i z niepokojem patrzył na zjawisko wzrostu obecności chińskich inwestorów w Europie (nazwał to nawet „odwróconą kolonizacją Europy"), w roku 2011 sam zwrócił się do Chin o pomoc. Wyraził nadzieję, że chińskie PFM pomogą w ratowaniu finansów jego kraju poprzez zakup obligacji rządowych oraz inwestycje w pogrążone w kłopotach finansowych przedsiębiorstwa o strategicznym znaczeniu dla włoskiej gospodarki (Dinmore, 2011). Politycznie taka prośba w sposób oczywisty stawiała Włochy w niekorzystnej roli petenta, który musi zabiegać w Pekinie o wsparcie.

Duże zaangażowanie inwestycyjne PFM w danym kraju prowadzi także do sytuacji, w której politycznej siły nabiera groźba wycofania inwestycji. Zapowiedź redukcji aktywów posiadanych przez PFM w danym kraju może skutkować gwałtownymi spadkami notowań giełdowych w danym kraju, w tym gwałtownymi przecenami kursów ważnych gospodarczo spółek. Dlatego też, z myślą o zapobiegnięciu tym niekorzystnym zjawiskom, niektóre kraje mogą

być bardzo podatne na presję ze strony właścicieli PFM. Im większa jest rola zagranicznych funduszy majątkowych w gospodarce danego kraju, tym większe są potencjalne szkody związane z ich wycofaniem i tym większa podatność na polityczną presję. Przykładem takich działań była groźba, sformułowana przez ówczesnego dyktatora Libii Muammara Kaddafiego w 2008 roku, wycofania inwestycji libijskiego PFM z tych krajów, które nie poprą jego idei wzmocnienia Unii Afrykańskiej (Drezner, 2008).

Ponadto istnieje zagrożenie, że wykorzystując swoje PFM, państwa mogą przejmować kontrolę nad strategicznymi podmiotami oraz infrastrukturą krytyczną[5], którą mogą potem sparaliżować lub zniszczyć w wypadku takiej potrzeby politycznej (na przykład w warunkach konfliktu z krajem przyjmującym inwestycje). Największe znaczenie ma tu sektor energetyczny, cieszący się wielkim zainteresowaniem PFM, a przez większość krajów świata traktowany jako kluczowy dla bezpieczeństwa państwa. Dlatego też zagraniczne inwestycje, a w szczególności przejmowanie kontroli nad ważnymi spółkami energetycznymi, jest często postrzegane jako źródło zagrożenia. Fakt, że inwestorem jest zagraniczny podmiot państwowy, choćby PFM, tylko potęguje obawy o potencjalne konsekwencje transakcji dla bezpieczeństwa energetycznego (Sun i in., 2014) .

Ale nie tylko inwestycje w energetykę budzą niepokój. Na przykład Amerykanie bardzo zaniepokoili się zakupem przez fundusz z Abu Dhabi ośmioprocentowego pakietu akcji w przedsiębiorstwie będącym drugim co do wielkości producentem mikroprocesorów komputerowych. Inwestycja spowodowała obawy części elit politycznych w Waszyngtonie, że dzięki tej inwestycji szejkowie arabscy dostaną dostęp do kluczowego *know-how* w różnych wrażliwych sektorach, tj. do technologii wojskowych (Wray, 2007).

Wzrost protekcjonizmu

Obawy związane z działalnością PFM mogą też, zdaniem Trumana, skłaniać do tworzenia nowych barier chroniących rynki finansowe, w rezultacie ograniczających przepływy kapitałowe. Protekcjonizm jest postrzegany przez wielu

[5] Infrastruktura krytyczna to taka, która ma podstawowe znaczenie dla funkcjonowania społeczeństwa i gospodarki danego państwa. Zaliczamy do niej między innymi infrastrukturę energetyczną (na przykład magazyny gazu, gazoporty, rurociągi), telekomunikacyjną (sieci teleinformatyczne), transportową (na przykład lotniska, dworce kolejowe) oraz związaną z gospodarką wodną (na przykład dystrybucja wody, odprowadzanie ścieków).

jako zjawisko co do zasady negatywne, gdyż zmniejsza efektywność kapitału, co wpływa niekorzystnie na rozwój gospodarczy.

Zaniepokojenie tworzeniem nowych barier protekcjonistycznych związanych z PFM jako jeden z pierwszych wyraził Robert Dohner, urzędnik amerykańskiego Departamentu Skarbu, wypowiadając się na temat PFM przed specjalną komisją Kongresu. Stwierdził on, że rozwój PFM może spowodować nową falę tworzenia środków ochrony przed inwestorami zagranicznymi, która będzie bardzo szkodliwa dla globalnej gospodarki (*2008 Report to Congress of the US–China Economic and Security Review*, 2008). Jego słowa potwierdziły się; kolejne kraje, to jest Stany Zjednoczone (Lovery, 2012), Kanada (Safarian, 2012) oraz Niemcy (Jost, 2012), zaczęły wprowadzać nowe regulacje dotyczące przepływów kapitałowych, mające na celu zabezpieczenie przed niepożądanymi efektami inwestycji PFM. Niemniej jednak na razie nie ma jednoznacznych dowodów, że te nowe regulacje niosą jakieś szczególnie wysokie koszty ekonomiczne. Co prawda Krastas i Truby (2015) udowodnili, że nowe regulacje ograniczające swobodę inwestycji PFM mogą prowadzić do tworzenia nadmiernych barier protekcjonistycznych i kosztów z nimi związanych, ale inne badania (Thatcher, 2013) sugerują, że nowe przepisy mają ograniczone zastosowanie praktyczne (zobacz szerzej rozdział czwarty).

Ryzyko destabilizacji i wzrost niepewności

Kolejnym niebezpieczeństwem związanym z działalnością funduszy majątkowych jest destabilizacja i wzrost niepewności na rynkach finansowych. W środowiskach akademickich toczy się od lat dyskusja, czy PFM są zagrożeniem dla rynków czy też raczej wpływają na ich stabilizację (Wiśniewski i in., 2015). Z dyskusji tej możemy wyprowadzić kilka wniosków.

Po pierwsze, niektóre cechy PFM sprawiają, że mogą one pełnić funkcję naturalnych stabilizatorów rynku. Są relatywnie dużymi graczami na rynku, nie mają raczej kłopotów z płynnością, ich inwestycje są zorientowane długoterminowo i nie są lewarowane. Dzięki temu PFM mogą być na warunki rynkowe mniej wrażliwe niż inni inwestorzy instytucjonalni i tym samym przyczyniać się do stabilizacji globalnych rynków finansowych (Mezzcapo, 2009).

Po drugie, wyniki badań sugerują, że przedsiębiorstwa zyskują na zainteresowaniu nimi PFM. Wykonana przez Fernandesa (2009) analiza inwestycji funduszy w latach 2002–2007 pokazała, że rynki kapitałowe pozytywnie odbierały fakt, że w daną spółkę zainwestował PFM. Związane z tym wzrosty

kursu akcji sięgały nawet 20%. Wyniki te częściowo potwierdzili później Kotter i Lel (2011), którzy wskazali na pozytywne reakcje rynków bezpośrednio po ogłoszeniu, że PFM inwestuje w dany podmiot, ale nie wykazali pozytywnego wpływu na wycenę tego podmiotu w długim okresie.

Po trzecie, o stabilizującej roli PFM przekonują doświadczenia historyczne z ostatniego wielkiego kryzysu finansowego. Fundusze pełniły wtedy rolę „ratowników" albo *buyers of last resort*, czyli tych, którzy kupują nawet wtedy, gdy nikt inny już nie chce kupować i powstrzymywać spadki giełdowych kursów. Mimo bardzo dużych strat w czasie kryzysu (Kunzel i in., 2010) oraz tego, że fundusze były wykorzystywane przez swoje rządy do ratowania krajowych instytucji finansowych, nie wycofały się one z zagranicznych inwestycji. Dla wielu przedsiębiorstw zmagających się z olbrzymimi kłopotami finansowymi były ostatnim ratunkiem, „rycerzem na białym koniu", który angażuje swoje środki finansowe w ratowanie spółki, mimo dużego ryzyka straty. Przykładem może być bank Barclays, który stojąc na krawędzi bankructwa został doinwestowany przez trzy PFM z krajów Zatoki Perskiej (Couturier i in., 2009). W czasie kryzysu fundusze zachowywały się więc kontrcyklicznie, co było czynnikiem stabilizującym rynki finansowe, a nie potęgującym niepewność.

Wymienione powyżej argumenty wskazują zatem dość wyraźnie, że na razie nie ma dowodów na destabilizującą rolę PFM na rynkach globalnych. Oczywiście z uwagi na fakt, że fundusze przyciągnęły szersze zainteresowanie naukowców dopiero kilka lat temu, trudno jeszcze w tej sprawie o jednoznaczne konkluzje, nie ma bowiem badań pokazujących rolę PFM w dłuższym okresie (Sun, Hesse, 2009). Niemniej jednak już teraz można wskazać, że PFM jako takie nie są zagrożeniem dla stabilności rynków finansowych. Wspiera to jedno z głównych założeń badawczych niniejszej pracy, że nie należy generalizować na temat funduszy, a raczej oceniać je odrębnie i zawsze w kontekście polityki kraju, który jest ich właścicielem. W danym momencie ten sam PFM może przyczyniać się do stabilizacji rynków finansowych, a w innym może je destabilizować, jeśli jest to w interesie państwa będącego właścicielem funduszu (Wiśniewski i in., 2015).

Konflikt interesów

Ostatnim z zagrożeń wskazanych przez Trumana jest ryzyko wystąpienia konfliktów interesów pomiędzy menedżerami zarządzającymi funduszami, politykami chcącymi wykorzystać fundusze do realizacji swoich celów politycznych, właścicielami oraz menedżerami kupowanych spółek i wreszcie rządami

państw przyjmujących inwestycje funduszy. Łatwo sobie bowiem wyobrazić, że motywowany politycznie PFM nabędzie udziały w danej spółce jedynie po to, żeby jego przedstawiciele uzyskali dostęp do tajemnic handlowych podmiotu, jego technologicznego *know-how*. Dzięki temu może on potem przekazać zdobyte materiały na przykład do innej państwowej spółki ze swojego kraju, poprawiając tym samym jej pozycję konkurencyjną. Z punktu widzenia właściciela PFM straty spowodowane przekazaniem tajnych informacji z zakupionej za granicą spółki mogą zostać z nawiązką odrobione zyskami krajowego przedsiębiorstwa, obdarowanego cennymi informacjami. Będzie to zatem działanie z punktu widzenia państwa zupełnie racjonalne.

Powyższe obawy są z reguły odrzucane przez część badaczy na bazie założenia, że PFM to inwestorzy pasywni, kupujący jedynie niewielkie udziały w spółkach i niebędący zainteresowani wpływem na zarządzanie poprzez delegowanie swoich przedstawicieli do rad nadzorczych czy zarządów (Fotak i in., 2013). Nawet jeśli w większości przypadków tak jest w istocie, to jednak nie zawsze możemy mieć do czynienia z taką sytuacją. Na przykład chiński fundusz CIC instalował swoich przedstawicieli w zarządach takich przedsiębiorstw, jak między innymi Canadian Teck Resources, Heathrow Ltd czy AES Corporation. Przedstawicielem inwestora w tej ostatniej spółce był były urzędnik wysokiego szczebla, co jednak skłania do postawienia tezy o ewidentnym konflikcie interesów pomiędzy spółką a posiadającym dostęp do jej tajemnic członkiem zarządu (Koch-Weser, Hacke, 2013) (szerzej zobacz rozdział trzeci). Nawet jeśli dotychczas nikt nie został złapany na gorącym uczynku, to jednak sam fakt występowania potencjalnego konfliktu interesów może budzić zaniepokojenie.

Pięć wskazanych przez Trumana kategorii swoim zakresem obejmuje bodaj wszystkie zasadnicze zagrożenia związane z działalnością PFM. Zauważmy, że część z nich ma charakter ekonomiczny, ale jednak duża część to kwestie *stricte* polityczne. Mówiąc wprost, państwa obawiają się, że PFM mogą na różne sposoby realizować interesy polityczne swoich właścicieli, czyli innych krajów. Przywołane przykłady takich działań tylko potwierdzają zasadność tych obaw. Jednocześnie jednak niemal każdy kraj na świecie zabiega o inwestycje i napływ kapitału zagranicznego. Dlatego też obawy są równoważone przez nadzieje i oczekiwania wiązane z PFM, dysponującymi coraz bardziej zasobnymi portfelami.

Przede wszystkim chodzi o nadzieje związane z domniemaniem, że państwowe fundusze majątkowe będą preferować długofalową perspektywę inwestycyjną, a nie czysto spekulacyjne transakcje. Tego typu inwestorzy są czynnikiem stabilizującym rynki, poprawiającym płynność finansową, szczególnie w warunkach kryzysu. Fundusze mogą tym samym stanowić dodatkowe źródło kapitału, co w przypadku utraty płynności rynków finansowych w warunkach gwałtownego załamania koniunktury może mieć wręcz zbawienny wpływ na cały system finansowy. Byliśmy tego świadkami podczas światowego kryzysu, kiedy to wiele banków i instytucji finansowych utraciło płynność, a ich notowania giełdowe znacząco spadły. To właśnie państwowe fundusze majątkowe z Azji i Bliskiego Wschodu wyciągnęły pomocną dłoń, przejmując część udziałów w takich bankach, jak szwajcarski UBS (11 miliardów franków szwajcarskich zainwestował singapurski fundusz GIC), Citigroup (7,5 miliarda dolarów, inwestor: Abu Dhabi Investment Authority), Merrill Lynch (4,4 miliarda dolarów, inwestor: singapurski fundusz Temasek Holding) czy Morgan Stanley (Willman, 2008).

Sporządzenie bilansu korzyści i kosztów obecności na rynkach państwowych funduszy majątkowych nie jest sprawą prostą. Wydaje się, że z punktu widzenia rozwiniętych gospodarek Zachodu z pewnością potencjalnie niebezpieczne mogą być działania funduszy należących do dużych krajów – Chin i Rosji, które mogą za ich pośrednictwem starać się realizować swoje strategiczne interesy. W przypadku PFM z mniejszych krajów, takich jak Singapur czy Norwegia, takie zagrożenie może być postrzegane jako mniejsze.

Wyraźnie zresztą powiedział to komisarz Unii Europejskiej ds. handlu Peter Mendelson, stwierdzając na forum OECD, że nikt nie boi się norweskich planów globalnej dominacji. Co innego chińskie i rosyjskie fundusze inwestycyjne, nowi inwestorzy, z olbrzymimi rezerwami, kontrolowani przez rządy nie w pełni demokratyczne, z istotnymi ambicjami politycznymi, ale bez potwierdzonej wiarygodności inwestycyjnej. To, zdaniem Mendelsona, nie dyskwalifikuje ich, jednakże zmusza do ostrożności (Mendelson, 2008).

1.7. Regulacje dotyczące państwowych funduszy majątkowych

Jak już wspomniano, dyskusja na temat PFM została wywołana przez wyeksponowaną na pierwszych stronach gazet informację o zakupie przez Chińczyków udziałów w amerykańskim funduszu Blackstone w 2007 roku. Wielkość

transakcji, pochodzenie kapitału, a także pojawienie się plotki, że nowy chiński fundusz, o nieznanej jeszcze wtedy nazwie, zainwestuje za granicą aż 200 miliardów dolarów sprawiło, że rozpoczął się dyskurs o konsekwencjach ekspansji inwestycyjnej Chin i innych krajów lokujących swój kapitał w Europie i Stanach Zjednoczonych.

W przypadku Stanów Zjednoczonych, tradycyjnie bardzo otwartych na inwestycje zagraniczne, nie przyjęto żadnych nowych regulacji, które dotyczyłyby specyfiki PFM. Już wcześniej istniały w tym kraju przepisy wprowadzające monitoring zagranicznych inwestycji w określonych sektorach, które mogą mieć znaczenie dla bezpieczeństwa narodowego. Centralną rolę w tym procesie odgrywa Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS). Instytucja ta ma prawo skontrolować i w razie wykrycia zagrożenia dla bezpieczeństwa narodowego zablokować każdą transakcję, która zakłada przekazanie kontroli nad amerykańskim podmiotem w ręce zagranicznego inwestora. W 2007 roku zaostrzono procedury kontrolne dla transakcji dokonywanych przez zagraniczne podmioty państwowe, wprowadzając Foreign Investment and National Security Act (FINSA). Ustawa ta w pewnym sensie wyprzedziła wzrost aktywności PFM na rynku amerykańskim, ale go nie zatrzymała (Gordon, Niles, 2012). Nasilający się kryzys finansowy ewidentnie nie był sprzyjającym okresem na ograniczanie napływu inwestycji zagranicznych.

W Europie pojawienie się chińskiego funduszu wywołało intensywną dyskusję w wielu krajach, a także na forum unijnym, odnośnie do sposobów właściwej reakcji, która godziłaby interesy finansowe z obawami dotyczącymi sfery bezpieczeństwa. Warto zatem przyjrzeć się, jak wyglądały przyjęte regulacje.

W przypadku Niemiec reakcja była bardzo szybka. Polityków niemieckich zaniepokoił fakt, że Blackstone posiadał 4,5% udziałów w Deutsche Telekom, flagowym niemieckim koncernie telekomunikacyjnym. Wejście Chińczyków do grona akcjonariuszy funduszu, w połączeniu z ponawianymi podchodami pod Deutsche Telekom kapitału rosyjskiego, zwróciły uwagę rządu niemieckiego na niebezpieczeństwa, jakie kryją się za rosnącą rolą kapitału państwowego inwestowanego w przedsiębiorstwa zagraniczne.

Kanclerz Angela Merkel 18 lipca 2007 roku, podczas tradycyjnej letniej konferencji prasowej, oficjalnie ogłosiła plan, o którym już od kilku tygodni było coraz głośniej w niemieckich kręgach rządowych. Plan ten, konsultowany wcześniej z Francuzami, zakładał stworzenie unijnej agencji chroniącej europejskie przedsiębiorstwa o znaczeniu strategicznym przed wrogimi przejęciami

przez państwowe fundusze inwestycyjne państw trzecich (Williamson, 2007). Agencja nigdy nie powstała, ale zaczęły się pojawiać też inne koncepcje: stworzenie listy specjalnie chronionych sektorów strategicznych, obowiązek rejestracji i autoryzacji wszelkich pochodzących spoza Unii Europejskiej (UE) inwestycji w niemieckie podmioty gospodarcze czy wreszcie założenie własnego PFM, który wykupi udziały w najważniejszych przedsiębiorstwach. Po długiej debacie wprowadzono poprawkę do prawa regulującego inwestycje zagraniczne, na mocy której Ministerstwo Gospodarki i Technologii otrzymało prawo do weryfikacji, czy zakup prowadzący do nabycia przez zagranicznego (pochodzącego spoza UE) inwestora 25% lub więcej udziałów w niemieckiej spółce stanowi zagrożenie dla porządku publicznego lub bezpieczeństwa. Jeśli tak, to ministerstwo mogło wprowadzić specjalne warunki transakcji lub wręcz ją zablokować. Przyjętą regulację trudno jednak było uznać za specjalnie restrykcyjną, biorąc pod uwagę relatywnie wysoko ustawiony pułap udziałów wyłączonych spod niej (Thatcher, 2013, s. 6). Przepisy zostały zaostrzone dopiero w lipcu 2017 roku, kiedy to Bundestag przyjął nową ustawę rozszerzającą zakres kontroli (między innymi włączono przejmowanie infrastruktury krytycznej) oraz możliwy czas jej trwania (z dwóch do czterech miesięcy). Najważniejszą chyba zmianą było objęcie ustawą również inwestycji prowadzonych przez instytucje finansowe zarejestrowane przez zagraniczne podmioty w innych krajach unijnych, czyli tzw. przejęć niebezpośrednich (Chazan, 2017).

Brytyjczycy dla odmiany przyjęli nowy chiński fundusz bardzo przychylnie, podkreślając swoje przywiązanie do zasady otwartego rynku. Premier Gordon Brown podczas wizyty w Londynie, w styczniu 2008 roku, chińskiego premiera Wen Jiabao stwierdził, że chciałby, aby londyńskie *City* stało się europejską centralą chińskich inwestycji kapitałowych, a China Investment Corporation otworzył nad Tamizą swoje przedstawicielstwo (Parker, 2008, s. 5). Podobnie postąpili Francuzi, którzy od 2005 roku mieli dość restrykcyjne przepisy dotyczące kontroli inwestycji zagranicznych, niemniej podejmowali intensywne próby przyciągnięcia PFM. Na przykład prezydent Nicolas Sarkozy kilkakrotnie spotykał się z partnerami katarskimi, namawiając ich do inwestycji we Francji (Thatcher, 2013, s. 3).

Temat regulacji napływającego do Europy kapitału podjęła też, wywołana do tablicy przez Merkel, Unia Europejska. Szybko okazało się, że wypracowanie wspólnego stanowiska nie będzie proste. Propozycja stworzenia paneuropejskiej instytucji kontrolnej podzieliła Komisję Europejską i państwa

członkowskie. Skrytykował ją komisarz ds. handlu Peter Mendelson, uznając, że powstanie takiej instytucji mogłoby odstraszyć inwestorów zagranicznych. Zaproponował on w zamian zezwolenie krajom członkowskim na używanie tzw. mechanizmu złotej akcji do zablokowania prób przejęcia strategicznych podmiotów przez obce rządy[6]. Günter Verheugen, pochodzący z Niemiec komisarz ds. przedsiębiorstw i przemysłu, skrytykował stanowisko Brytyjczyka, podkreślając wagę potencjalnego zagrożenia ze strony funduszy kontrolowanych przez takie kraje jak Chiny czy Rosja, a jednocześnie zauważając, że Mendelson wykracza poza swój zakres kompetencji. Do dyskusji włączył się również komisarz ds. gospodarki i polityki monetarnej Joaquin Alumnia, który uznał za konieczne wprowadzenie pewnych ograniczeń na inwestycje PFM, jeśli nie zaczną one prowadzić swojej polityki inwestycyjnej w sposób przejrzysty. Jak stwierdził, „mamy prawo domagać się od tych funduszy deklaracji, jakiego rodzaju aktywami są zainteresowane, według jakich kryteriów będą podejmować swoje decyzje inwestycyjne i jaki jest skład ich portfela inwestycyjnego" (Barber, 2007).

Dyskusja w łonie polityków i urzędników unijnych doprowadziła jednak do wypracowania wspólnego stanowiska wyrażonego w komunikacie Komisji Europejskiej z lutego 2008 roku, który został potem zatwierdzony przez Radę Europejską podczas szczytu w Brukseli 13–14 marca 2008 roku (*Wspólna europejska strategia wobec państwowych funduszy majątkowych*, 2008). Jego istotę można streścić w pięciu punktach.

1. Zagraniczna kontrola nad sektorem zbrojeniowym czy energetycznym musi budzić niepokój i jest niepożądana z punktu widzenia bezpieczeństwa Unii Europejskiej.
2. Szczególne zaniepokojenie budzą fundusze rosyjskie i chińskie, gdyż kraje te mają rozległe strategiczne ambicje, do realizacji których mogą chcieć wykorzystywać instrumenty inwestycyjne.

6 Mechanizm „złotej akcji" polega na uprzywilejowaniu państwa w akcjonariacie spółki poprzez zachowanie przez nie prawa do blokowania strategicznych decyzji niezależnie od wielkości posiadanych udziałów. Wedle koncepcji Mendelsona, to narzędzie mogłoby zostać użyte wyłącznie wobec krajów, które same chronią swoje strategiczne branże. Zasadniczym celem funkcjonowania mechanizmu miałoby być więc promowanie „wzajemnej otwartości, a nie wzajemnego protekcjonizmu". Ponadto decyzja o użyciu „złotej akcji" miałaby być podejmowana na szczeblu unijnym, a nie narodowym, choć oczywiście kraje członkowskie musiałyby zaangażować się w proces jej podejmowania.

3. Kraje członkowskie mają wystarczające mechanizmy obrony, ale ich nieskoordynowane działania mogą być szkodliwe dla wspólnego rynku. Dlatego też należy wypracować wspólne, europejskie podejście do problemu.
4. Same PFM oczekują od Europy ustalenia przejrzystych reguł gry, ponieważ dla wielu z nich Stary Kontynent jest jednym z najważniejszych kierunków działalności inwestycyjnej.
5. Problem ekspansji państwowego kapitału jest problemem globalnym i dlatego wymaga globalnej reakcji i globalnych rozwiązań.

W przytoczonym powyżej dokumencie jako naczelną zasadę podkreślono przywiązanie do reguł wolnego rynku, zobowiązań międzynarodowych i traktatowych. Jednocześnie jednak zastrzeżono użycie odpowiednich instrumentów, jeśli będzie to konieczne, ale w sposób proporcjonalny i transparentny. Konkretnymi zaproponowanymi rozwiązaniami było wsparcie dla dwóch inicjatyw ponadnarodowych realizowanych na forach organizacji międzynarodowych, bez zapowiedzi szybkich europejskich inicjatyw legislacyjnych dotyczących funduszy majątkowych (Tilford i in., 2008, s. 11–12).

Pierwszą z nich był przygotowywany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) *Code of Conduct* dla PFM (International Monetary Fund, 2008). Prace nad nim rozpoczęły się w kwietniu 2008 roku, przyjmując formę roboczych spotkań z przedstawicielami państwowych funduszy majątkowych. Owocem rozmów był zestaw zasad, którymi powinny kierować się w swoich działaniach państwowe fundusze majątkowe (tzw. zasady z Santiago, *Santiago Principles*).

W dokumencie przyjęto dwadzieścia cztery reguły, którymi w swoich działaniach powinny kierować się PFM (Baran, 2012, s. 53; International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008). Zostały one zebrane w trzy grupy, zwane filarami:

1) strukturę prawną, cele i koordynację z polityką makroekonomiczną,
2) strukturę instytucjonalną,
3) inwestycje i zarządzanie ryzykiem.

Wśród zasad znalazły się między innymi: stworzenie ram prawnych funkcjonowania PFM, jasne zdefiniowanie i ujawnienie polityki inwestycyjnej, zapewnienie przejrzystych i publicznie dostępnych informacji na temat strategii inwestycyjnej, udostępnianie i publikowanie okresowych danych statystycznych, a także określenie zasad odpowiedzialności za działalność PFM. Celem

sformułowania tych zasad było stworzenie swoistego „katalogu dobrych praktyk". Jego przestrzeganie miało przyczynić się z jednej strony do stabilizowania globalnego systemu finansowego, a z drugiej zwiększyć przejrzystość działania PFM i uspokoić trochę obawy związane z funduszami.

Regulacje z Santiago nie miały charakteru wiążącego. Oznacza to, że strony porozumienia nie są w żaden sposób prawnie zobowiązane do ich przestrzegania. Z raportu badającego sytuację w trzy lata po podpisaniu porozumienia z Santiago wynikało, że zdecydowana większość członków porozumienia prowadzi działalność, jeśli nie w pełni, to przynajmniej częściowo zgodną z przyjętymi zasadami (*IFSWF Report*, 2011). W 2014 roku opublikowano natomiast opis piętnastu studiów przypadków pokazujących jak poszczególne fundusze wdrażały zasady z Santiago.

Sygnatariuszami porozumienia jest obecnie trzydzieści funduszy zarządzających około 80% aktywów PFM. Wśród nich znajdują się tak duże instytucje, jak CIC[7], KIA czy QIA. Perspektywy sukcesu tej inicjatywy wydają się jednak niepewne, z uwagi na ograniczoną chęć do współpracy ze strony niektórych funduszy. Do pełnego wdrożenia zasad z Santiago jest jeszcze daleko, wiele PFM realizuje wytyczne w ograniczonym zakresie, a co gorsza nie ma zewnętrznego systemu oceny zachowań funduszy. Ewaluacja zakresu wdrożenia zasad opiera się wyłącznie na deklaracjach samych funduszy (Behrendt, 2016).

Drugim projektem wspartym przez Unię Europejską był tworzony przez OECD kodeks „najlepszych praktyk" dla krajów będących odbiorcami inwestycji państwowych funduszy majątkowych. Prace nad dokumentem zakończyły się ostatecznie w kwietniu 2008 roku. Została stworzona lista zaleceń, które są rezultatem osiągnięcia konsensu wokół kilku podstawowych zasad. Podstawą było stwierdzenie, że każdy kraj ma prawo bronić swoich narodowych interesów bezpieczeństwa przed potencjalnym zagrożeniem ze strony zagranicznego kapitału państwowego. Jednakże wprowadzając narzędzia ochrony rynku, powinny one zadbać o przestrzeganie następujących reguł (OECD Investment Committee Report, 2008):

- niedyskryminacji – zasady powinny być równe dla wszystkich;
- przejrzystości i przewidywalności – przepisy i procedury powinny być jawne, konsultowane z zainteresowanymi stronami, a informacje

7 Choć jeszcze w 2008 roku Gao Xiqing, ówczesny szef chińskiego CIC, w wywiadzie dla amerykańskiej telewizji nazwał inicjatywę Międzynarodowego Funduszu Walutowego głupią (Wilkins, 2008).

przekazywane przez fundusze administracji państwowej odpowiednio chronione;
- proporcjonalności – podejmowane działania powinny być ograniczone do niezbędnego minimum, koniecznego do ochrony bezpieczeństwa państwa, uzasadnione na podstawie rzetelnej analizy ryzyka i traktowane jako środek ostateczny, stosowany wtedy, gdy inne metody okażą się niewystarczające;
- odpowiedzialności – podejmowane decyzje powinny podlegać kontroli politycznej i prawnej.

Działania OECD były od początku pomyślane jako komplementarne dla zasad z Santiago. Razem z nimi miały stworzyć konstrukcję międzynarodowego systemu regulującego inwestycje PFM, porządek prawny, który stworzy korzystne warunki dla obu stron – państw przyjmujących i państwowych inwestorów. Według badań Gordona i Pohla (2015) większość krajów OECD faktycznie zachowała duży stopień otwartości na inwestycje zagraniczne PFM. Polityki inwestycyjne krajów stają się coraz bardziej otwarte, przejrzyste i mniej dyskryminacyjne, na czym korzystają PFM. Obawy związane z bezpieczeństwem narodowym zeszły na drugi plan, szczególnie w czasie kryzysu, kiedy to PFM były często partnerami rządów w operacjach ratunkowych dla bankrutujących przedsiębiorstw. Tego typu porozumienia były z reguły zawierane dyskrecjonalnie, na warunkach preferencyjnych dla niektórych inwestorów i niekoniecznie w zgodzie z kodeksem „najlepszych praktyk". Możemy więc mówić o pewnej zmianie podejścia do PFM na przestrzeni ostatnich lat: od strachu (a nawet paniki) do relatywnej akceptacji, a czasem nawet oczekiwania nowych inwestycji.

1.8. Konkluzje

Fundusze majątkowe należą do rosnącej sieci instytucji finansowych dysponujących kapitałem państwowym. Stopień skomplikowania powiązań w tej sieci bardzo utrudnia precyzyjne oddzielanie od siebie różnych typów instytucji, nastręczając rozmaite problemy definicyjne. W niniejszej pracy autor zdecydował się na przyjęcie możliwie szerokiego rozumienia terminu „państwowy fundusz majątkowy", traktując jako taki każdy fundusz inwestycyjny gromadzący państwowe pieniądze i inwestujący je za granicą do realizacji różnego rodzaju celów państwa.

Wzrost znaczenia PFM jest zjawiskiem zupełnie nowym, które możemy obserwować dopiero od mniej więcej dekady. Należy go wiązać z postępującą globalizacją, trwałą nierównowagą handlową i płatniczą w skali międzynarodowej oraz wzrostem znaczenia Azji w stosunkach międzynarodowych. Rosnące zasoby finansowe Chin czy bogatych w surowce państw Zatoki Perskiej stworzyły im możliwość zwiększenia aktywności inwestycyjnej na rynkach międzynarodowych i uczyniły z nich ważnych inwestorów w skali globalnej.

Ta działalność inwestycyjna państw jest często prowadzona w sposób bardzo mało przejrzysty, właśnie z użyciem różnego typu wehikułów finansowych należących do kategorii PFM. Większość z nich ukrywa swoje strategie i nie informuje o przeprowadzonych transakcjach, co nasila spekulacje odnośnie do motywów za nimi stojących. Państwowy charakter funduszy w naturalny sposób każe brać pod uwagę rozmaite ukryte cele polityczne, co potęguje obawy dotyczące PFM. Mimo wszelkich podobieństw łączących je z prywatnymi funduszami inwestycyjnymi, są one traktowane odmiennie.

Wydaje się jednak, że olbrzymie zróżnicowanie PFM nakazuje daleko idącą ostrożność w generalizowaniu na ich temat, również w kontekście obaw związanych z ich działaniem. Niewątpliwie za wieloma ich inwestycjami stoją racjonalne motywy ekonomiczne i finansowe, niemające wiele wspólnego z polityką. Skoro jednak z badań wynika, że fundusze przyjmują bardzo różne strategie, a za ich decyzjami inwestycyjnymi stoją różne motywy, to powinniśmy różnicować ocenę zagrożeń związanych z działalnością PFM i brać pod uwagę możliwość wystąpienia również działań motywowanych politycznie interesem kraju kontrolującego fundusz.

ROZDZIAŁ 2

Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej państw – aspekty teoretyczne

2.1. Wprowadzenie

W poprzednim rozdziale przeanalizowano wieloaspektowo PFM i ich działania inwestycyjne. W tym uwaga skupi się na umiejscowieniu funduszy w obszarze badań politologicznych, przedstawieniu literatury przedmiotu oraz uzasadnieniu kształtu badań empirycznych, które zostaną zaprezentowane w kolejnych rozdziałach.

Najpierw zostanie przedstawiona ekonomia polityczna stosunków międzynarodowych, jako subdyscyplina, w której lokują się przedstawiane w niniejszej pracy rozważania nad PFM. Następnie zostanie omówiony stan badań nad ekonomicznymi narzędziami prowadzenia polityki zagranicznej, z uwzględnieniem różnych perspektyw badawczych i paradygmatów. Na tym tle zostanie przeanalizowany stan badań nad wykorzystywaniem PFM do celów politycznych i zostaną przedstawione istniejące luki w obecnym stanie wiedzy na ten temat. Na koniec będzie omówiona przyjęta w pracy koncepcja badań empirycznych, w tym w szczególności zostaną zaprezentowane wybrane zmienne i uzasadnienie wyboru studiów przypadków.

2.2. Ekonomia polityczna stosunków międzynarodowych – charakterystyka podejścia badawczego

Ekonomia polityczna stosunków międzynarodowych (*international political economy*) to subdyscyplina stosunków międzynarodowych, w ramach której są prowadzone badania interakcji pomiędzy sferą polityczną i gospodarczą w wymiarze międzynarodowym. W ramach tego podejścia badawczego dochodzi więc do integracji dwóch obszarów badawczych: ekonomii międzynarodowej oraz międzynarodowych stosunków politycznych. Wykorzystanie metod badawczych dwóch dyscyplin, ekonomii oraz nauk politycznych, ma w założeniu umożliwić lepsze poznanie czynników kształtujących współczesne stosunki międzynarodowe. To interdyscyplinarne podejście badawcze rozwija się na Zachodzie od lat 70. XX wieku, kiedy to powstały klasyczne prace Susan Strange (1970) oraz Roberta Gilpina (1971). W latach 80. ubiegłego wieku olbrzymi wkład w rozwój subdyscypliny włożył David Baldwin (1985)

oraz kontynuujący badania w tym obszarze Gilpin, autor fundamentalnej pracy *The Political Economy of International Relations* (1987), a potem *Global Political Economy. Understanding the International Economic Order* (Gilpin, Gilpin, 2001). Najważniejsze dla ewolucji tej dziedziny nauki teksty można znaleźć w zbiorze *The Theoretical Evolution of International Political Economy* (Crane, Amawi, eds, 1991).

Jak zauważa Edward Haliżak (2009, s. 31), fundamentalnym założeniem ekonomii politycznej stosunków międzynarodowych jest nierozłączność i integralność polityki oraz ekonomii:

> Możemy zatem mówić o trzech wzajemnie współzależnych komponentach, które tworzą ontologię tej subdyscypliny. Po pierwsze, stosunki międzynarodowe traktowane jako środowisko, w którym zachodzą zjawiska polityczne i ekonomiczne. Po drugie, procesy polityczne wynikające z międzynarodowej aktywności państw. Po trzecie, procesy gospodarowania w skali wykraczającej poza gospodarkę narodową. Postrzeganie i kwalifikowanie danych zjawisk i procesów międzynarodowych jako politycznych i ekonomicznych jest kwestią umowy i konwencji, a nie rzeczywistym stanem rzeczy przejawiającym się ze względu na integralność. Każda polityka ekonomiczna rządu to nie działanie *stricte* ekonomiczne, lecz także polityczne, polegające na formułowaniu i realizowaniu materialnych interesów grupowych w procesie politycznym.

Inną ważną cechą tego podejścia badawczego jest przykładanie szczególnej wagi do relacji pomiędzy polityką wewnętrzną i zagraniczną państwa. Prekursorem tego rodzaju praktyki badawczej był Philip Gourevitch (1978), który przekonywał, że poziom współzależności pomiędzy polityką wewnętrzną i zewnętrzną jest tak duży, iż można ją analizować jako całość. Przedmiotem badań powinny być zatem z jednej strony wewnątrzpaństwowe determinanty zewnętrznej aktywności państwa, a z drugiej poznanie istoty oddziaływania procesów międzynarodowych na politykę wewnętrzną.

Ważnym nurtem rozważań ekonomii politycznej stosunków międzynarodowych jest dyplomacja ekonomiczna (Ikenberry i in., 1988; Woolcock, Bayne, 2003). Zgodnie z podstawową definicją dyplomacja ekonomiczna to taka „dyplomacja, która używa zasobów gospodarczych, w formie nagród lub sankcji, w celu osiągnięcia konkretnych celów politycznych" (Berridge, James, 2003, s. 91). Według innej, nieco szerszej definicji, dyplomacja ekonomiczna jest to:

> działalność wyspecjalizowanych struktur państwowych na rzecz realizacji zagranicznej polityki ekonomicznej państwa, polegająca na promocji szeroko pojętych

> interesów gospodarczych i politycznych. Areną tych działań jest środowisko przybierające postać swoistej sieci, w którym następuje przenikanie się sfery gospodarki i polityki, sektora państwowego z prywatnym, a także współwystępowanie wielu aktorów, którzy prezentują różne (czasem zbieżne) interesy (Hryniewiecki, Borońska, 2010).

W podstawowej pracy teoretycznej traktującej o dyplomacji ekonomicznej Bayne i Woolcock (2003, s. 11) definiują trzy podstawowe napięcia, wokół których przebiega debata o dyplomacji ekonomicznej:

- napięcie między polityką a gospodarką,
- napięcie między czynnikami o charakterze międzynarodowym i krajowym,
- napięcie pomiędzy rządami a innymi aktorami, takimi jak prywatne przedsiębiorstwa i organizacje pozarządowe.

Badania dotyczące PFM powinny odnosić się do wszystkich tych trzech elementów. Bodaj najważniejszy jest ten pierwszy, który dotyczy godzenia ze sobą, czasami sprzecznych, interesów politycznych i ekonomicznych państwa. Państwowe fundusze majątkowe są bowiem doskonałym przykładem instytucji, w których istnienie napięcia na linii polityka – gospodarka jest wpisane immanentnie. Częstokroć działania PFM muszą godzić bowiem cele ekonomiczne i polityczne państwa, które nie zawsze są ze sobą zbieżne. Podobne pole do napięć stwarza godzenie celów polityki wewnętrznej i polityki zagranicznej. Typowym dylematem, przed którym stoją właściciele PFM, jest podjęcie decyzji odnośnie do skali zaangażowania funduszu w pomoc dla krajowych przedsiębiorstw lub budżetu państwa, kosztem zmniejszenia zaangażowania kapitału w inwestycje zagraniczne. Szczególnie wyraźnie było to widać w czasie wielkiego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku. W jego konsekwencji wiele krajów drenowało zasoby swoich PFM, aby ratować rodzime banki albo ograniczyć powstały w wyniku kryzysu deficyt budżetowy (Kozack i in., 2011, s. 32).

Trzeci rodzaj napięcia wynika z konfliktu interesów pomiędzy politykami lub urzędnikami państwowymi a menedżerami zarządzającymi portfelem inwestycyjnym funduszu. Jest on bardzo dobrze opisany teoretycznie w postaci teorii agencji, zwanej także teorią przełożony-agent (*principal-agent theory*). Ta pochodząca z nauk ekonomicznych teoria, która jest coraz częściej wykorzystywana również w politologii (Hall, Taylor, 1996), opisuje naturę relacji pomiędzy przełożonym (*principal*), który deleguje zadania innemu podmiotowi, zwanemu agentem, który ma je wykonywać w imieniu przełożonego. W tym układzie występuje naturalna tendencja do konfliktu celów i pragnień pomiędzy agentem

i przełożonym, a także występują trudności lub wysokie koszty weryfikacji przez przełożonego tego, co właściwie agent wykonuje (Kassim, Menond, 2003). W przypadku PFM, którym państwa *de facto* zlecają zarządzanie częścią swojego majątku, napięcia opisywane przez teorię agencji są na porządku dziennym.

Z powyższej charakterystyki wynika, że wszelkie próby wyjaśnienia istoty funkcjonowania PFM w kontekście politologicznym w naturalny sposób prowadzą w kierunku badań nad ekonomią polityczną stosunków międzynarodowych i w jej ramach dyplomacją ekonomiczną, która jest częścią polityki zagranicznej państwa. W kolejnych podrozdziałach przyjrzymy się dokładniej zagadnieniu polityki zagranicznej i miejscu, jakie w niej zajmuje dyplomacja ekonomiczna. Szczególnie interesujące będzie dla nas określenie miejsca PFM w katalogu środków pozostających w dyspozycji planistów i decydentów polityki zagranicznej.

2.3. Środki i instrumenty polityki zagranicznej państwa

Polityka zagraniczna to proces aktywności politycznej, podejmowany przez państwo lub innego aktora międzynarodowego, która jest adresowana i prowadzona w środowisku międzynarodowym, w celu zrealizowania określonych potrzeb i interesów. Tradycyjnie odnosi się ją do działalności podejmowanej przez państwo (Kukułka, Zięba, 1992), ale dzisiaj jest ona prowadzona również na szczeblu ponadnarodowym, na przykład przez Unię Europejską (Zięba, 2007) oraz coraz częściej na szczeblu subnarodowym, jako „paradyplomacja" lub „protodyplomacja" regionów i miast (Kuznetsov, 2015). Polityka zagraniczna obejmuje działania uczestnika stosunków międzynarodowych prowadzące do osiągnięcia określonych celów poprzez wywieranie wpływu na innych uczestników stosunków międzynarodowych. Dzieje się to za pomocą użycia odpowiednich środków polityki zagranicznej.

Poprzez środki polityki zagranicznej należy rozumieć „wszystkie zasoby i instrumenty, przy użyciu których państwa starają się kształtować pożądane postawy i działania zagranicznych podmiotów oraz pożądane stany zjawisk i procesów międzynarodowych" (Zając, 2009, s. 79). W przyjętym rozumieniu terminy „instrumenty" lub „narzędzia" będą zatem kategorią podrzędną w odniesieniu do środka. Mówimy więc na przykład o ekonomicznych środkach polityki zagranicznej, w ramach których możemy wyróżnić różne instrumenty (narzędzia), takie jak na przykład sankcje albo pomoc gospodarczą. Niemniej

jednak dość powszechnie terminów „środki", „narzędzia" i „instrumenty" używa się zamiennie (Pietrasiak i in., 2014), co być może wynika z faktu, że są to w potocznym języku wyrażenia synonimiczne.

W literaturze przedmiotu nie ma jednolitej typologii dotyczącej środków polityki zagranicznej państwa. Morghentau (1964) zaproponował dwie podstawowe kategorie: dyplomację i wojnę. Trudno się jednak nie zgodzić z jego krytykami, którzy argumentowali, że taki dychotomiczny podział jest nadmiernym uproszczeniem, mało przydatnym analitycznie (Ping, 2005).

Szczegółową analizę różnych podejść analitycznych przeprowadziła Justyna Zając (2009, s. 80–81), konkludując, że najczęściej stosowane jest kryterium podmiotowe, które pozwala wyróżnić cztery środki polityki zagranicznej: polityczne, ekonomiczne, wojskowe oraz kulturowo-ideologiczne. Inne podejście można znaleźć w klasycznej pracy D. Baldwina *Economic Statecraft* (1985), w której do tytułowej „sztuki rządzenia państwem"[1] stosuje się cztery zasadnicze typy środków: dyplomację („wywieranie wpływu głównie poprzez negocjacje"), propagandę („wywieranie wpływu poprzez manipulację symbolami werbalnymi"), środki militarne („wywieranie wpływu poprzez przemoc i użycie siły") oraz środki ekonomiczne („wywieranie wpływu bazujące na zasobach, które można wyrazić w pieniądzu").

Klasyfikacja Baldwina, bardzo często przywoływana w literaturze, nie uwzględnia jednak rezultatów późniejszej konceptualizacji pojęcia „miękkiej siły" (*soft power*), która rozróżniła propagandę od dyplomacji publicznej, znacząco poszerzając listę instrumentów, których używa państwo w swojej polityce zagranicznej (Nye, 2005). Wedle tej koncepcji dyplomacja publiczna to „dwustronna, dialogowa forma polityki komunikowania międzynarodowego, skierowana do publiczności za granicą, realizowana dzięki wspieraniu pozytywnego wizerunku kraju i kształtowaniu pozytywnych postaw wobec kraju nadawcy". Pełni ona funkcje nie tylko informacyjne, ale także relacyjne – ma wzmacniać wzajemne zrozumienie i budować pozytywny wizerunek i długotrwałe relacje. Propaganda jest z kolei „próbą kształtowania percepcji, manipulowania myślami i bezpośrednimi zachowaniami w celu osiągnięcia takich reakcji, które są pożądane z punktu widzenia propagandzisty" (Trzcionka, 2015). Oba te narzędzia można zbiorczo określić instrumentami psychospołecznymi, tworząc czwarty typ środków polityki zagranicznej oprócz politycznych, wojskowych i ekonomicznych.

[1] Angielski termin *statecraft* nie ma niestety dobrego polskiego odpowiednika.

Wszystkie wymienione powyżej środki mogą być użyte w sposób pozytywny (perswazja) lub negatywny (presja, wymuszenie). Taka też typologia została przyjęta na potrzeby niniejszej pracy. W tabeli 2.1 zaprezentowano ten podział wraz z przykładami środków w poszczególnych kategoriach.

Tabela 2.1. Klasyfikacja instrumentów polityki zagranicznej państwa

Wyszczególnienie	**Środki polityki zagranicznej**			
	Polityczne	**Wojskowe**	**Ekonomiczne**	**Psychospołeczne**
Przykłady narzędzi pozytywnych (perswazyjnych)	– negocjacje – mediacje	– pomoc wojskowa	– pomoc gospodarcza – wymiana handlowa – inwestycje	– dyplomacja publiczna – wymiana kulturalna i naukowa
Przykłady narzędzi negatywnych (wymuszających)	– zawieszanie wymiany dyplomatycznej – oskarżenia werbalne	– użycie lub groźba użycia siły	– sankcje gospodarcze	– propaganda – wykorzystywanie różnic ideologicznych

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiając powyższą klasyfikację, należy zaznaczyć, że wszystkie typologie mają swoje słabości. Jak na przykład zaklasyfikować bowiem sprzedaż sprzętu wojskowego? Z jednej strony to niewątpliwie narzędzie wojskowe, ale z drugiej strony również może to być element wsparcia ekonomicznego, w szczególności w przypadku sprzedaży technologii podwójnego użycia (cywilnego i wojskowego) albo na preferencyjnych warunkach finansowych, które mają stanowić wsparcie gospodarcze dla kupującego. Zatem w zależności od analizowanego przypadku i naszej subiektywnej o nim opinii możemy zaklasyfikować go do obu kategorii. Niemniej jednak należy zgodzić się z tymi autorami (na przykład Baldwin, 1985), którzy twierdzą, że obecność „przypadków granicznych" jest w każdej typologii nieunikniona i nie musi kwestionować czy stanowić o nieprzydatności całej klasyfikacji.

W tym miejscu warto też zastrzec, że podział na typy instrumentów niewiele nam mówi w sprawie rodzaju celów, jakie za pomocą użycia danego instrumentu państwo chce osiągnąć. W rzeczywistości najczęściej cele te mogą być bowiem bardzo różne, a jak słusznie zauważa Holsti (1992),

„jednoprzyczynowe teorie eksplanacyjne nie są w stanie odpowiedzieć wyczerpująco na pytania o przesłanki polityki zagranicznej państw". Najlepiej to widać na przykładzie celów politycznych i ekonomicznych, które najczęściej ściśle się ze sobą przeplatają i nie sposób ich rozdzielić. Na przykład, wiele państw udziela wsparcia gospodarczego słabiej rozwiniętym krajom w nadziei na korzyści handlowe, ale też różne korzyści polityczne, takie jak zapobieganie konfliktom czy skuteczniejsza walka z zagrożeniem terrorystycznym (Woolcock, Bayne, 2003).

W naszych rozważaniach w sposób szczególny będą interesować nas środki ekonomiczne, oparte na szeroko rozumianych zasobach gospodarczych państwa, zwłaszcza na jego kapitale. Nie ma bowiem wątpliwości, że będące przedmiotem badań w niniejszej książce PFM jako instytucje finansowe przede wszystkim funkcjonują w sferze gospodarczej, a ich zaangażowanie polityczne jest zawsze lub prawie zawsze bezpośrednio powiązane z ekonomią.

2.4. Ekonomiczne instrumenty polityki zagranicznej

Możemy założyć, że różnego typu ekonomiczne instrumenty polityki zagranicznej były obecne i używane w stosunkach międzynarodowych od najdawniejszych czasów. Pierwsze wzmianki o użyciu sankcji ekonomicznych dotyczą opisywanego przez Tukidydesa bojkotu towarów z Megary (sojusznika Sparty), który został zastosowany przez Ateny (Okano-Heijmans, 2011, s. 10). To jednak dopiero współczesne procesy globalizacyjne doprowadziły do zasadniczego wzrostu znaczenia czynników ekonomicznych w polityce międzynarodowej. Obecnie, jak zauważa Teresa Łoś-Nowak (2011), to czynniki ekonomiczne tworzą najczęściej siłę oddziaływania państw w relacjach z innymi aktorami międzynarodowymi. Wśród najważniejszych środków wykorzystywanych w polityce zagranicznej wskazuje ona na sankcje, pomoc gospodarczą, zdolność kredytowania gospodarek innych państw, skalę transakcji międzynarodowych i ich istotność z punktu widzenia międzynarodowej wymiany handlowej, pozycję w międzynarodowych strukturach finansowych i ekonomicznych, pomoc humanitarną oraz współpracę naukowo-techniczną.

Narzędzia ekonomiczne są podawane w literaturze najczęściej jako przykład „twardej" siły (*hard power*). Niekoniecznie jednak tak musi być. Jak zauważają bowiem niektórzy badacze, różnice pomiędzy narzędziami *hard* i *soft*

power zawierają się nie tylko w ich materialnej postaci, ale przede wszystkim w sposobie ich użycia (Łoś-Nowak, 2011, s. 56). Dlatego też do „miękkiej" formuły polityki zagranicznej można też zaliczyć pomoc gospodarczą dla państw rozwijających się, likwidację protekcjonistycznych ograniczeń handlowych i inwestycje.

Wykorzystywanie podmiotów gospodarczych do realizacji celów polityki zagranicznej państwa jest szeroko opisane w literaturze przedmiotu. Pionierską pracą w tym zakresie była przywołana już książka Davida Baldwina *Economic Statecraft*. Zdefiniował on w niej ekonomiczne narzędzia polityki zagranicznej jako „wszystkie środki ekonomiczne, za pomocą których realizatorzy polityki zagranicznej mogą starać się wpływać na innych aktorów międzynarodowych" (Baldwin, 1985). Jak widzimy, jego definicja niemal pokrywa się z przytaczanym wcześniej pojęciem dyplomacji ekonomicznej[2], co pozwala nam używać tych terminów zamiennie.

Baldwin zaproponował podział środków na pozytywne i negatywne. Te pierwsze, przedstawione w tabeli 2.2, są powiązane z nagradzaniem lub obietnicą nagrodzenia. Te drugie zaś, zaprezentowane w tabeli 2.3, wykorzystują mechanizmy kary lub groźby ukarania. Ponadto Baldwin podzielił środki na handlowe i kapitałowe.

Tabela 2.2. Pozytywne instrumenty ekonomiczne polityki zagranicznej

Instrumenty handlowe	Instrumenty kapitałowe
Przywileje celne (*favourable discrimination*)	Pomoc gospodarcza
Przyznanie klauzuli najwyższego uprzywilejowania w handlu	Gwarancje inwestycyjne
Redukcja ceł	Zachęty dla prywatnych inwestycji
Zakupy bezpośrednie	Przywileje podatkowe
Subsydia eksportowe lub importowe	Obietnice zastosowania powyższych instrumentów
Licencje eksportowe lub importowe	
Obietnice zastosowania powyższych instrumentów	

Źródło: Baldwin (1985, s. 42).

2 Jak już wspomniano, w języku polskim nie ma dobrego tłumaczenia angielskiego terminu *economic statecraft*, dlatego zdecydowałem się używać pojęcia „dyplomacja ekonomiczna", właśnie z uwagi na fakt daleko idącej zbieżności definicyjnej.

Tabela 2.3. Negatywne instrumenty ekonomiczne polityki zagranicznej

Instrumenty handlowe	Instrumenty kapitałowe
Zakaz eksportu (embargo)	Zamrożenie zasobów (*assets freezes*)
Bojkot	Kontrola importu i eksportu
Podniesienie taryf celnych	Wstrzymanie pomocy gospodarczej
Stosowanie dyskryminacyjnych środków taryfowych	Pozbawienie własności (*expropriation*)
Wycofanie klauzuli najwyższego uprzywilejowania w handlu	Karne podatki
Ukryte zakazy handlu (czarne listy)	Wstrzymanie składek do organizacji międzynarodowych
Kwoty importowe lub eksportowe	Groźby zastosowania powyższych instrumentów
Odmowa lub pozbawienie licencji eksportowych lub importowych	
Dumping	
Zakupy mające na celu pozbawienie możliwości nabycia towaru przez dany kraj (*preclusive buying*)	
Groźby zastosowania powyższych instrumentów	

Źródło: Baldwin (1985, s. 41).

Analizując powyższą klasyfikację Baldwina, widać wyraźnie, że jest ona niepełna. Nie ma w niej chociażby manipulowania przez państwo kursem walutowym w celu wywierania wpływu na inne państwo lub państwa, albo też innych narzędzi kategoryzowanych czasem w literaturze jako *monetary statecraft*, czyli narzędzia polityki monetarnej (Andrews, 2006). Z całą pewnością należałoby do niej również dodać państwowe inwestycje zagraniczne, ich obietnice oraz groźby wycofania się z nich. Te widoczne na pierwszy rzut oka braki wskazują jak dalece zmieniła się dziś sytuacja na świecie, jak bardzo wzrosły międzynarodowe zależności gospodarcze i rola kapitału państwowego w porównaniu z latami 80. XX wieku, kiedy powstawała praca Baldwina. Obecnie państwa,

działając przez spółki państwowe albo fundusze majątkowe, są ważnymi inwestorami zagranicznymi. W rezultacie nabywanie zagranicznych aktywów oraz obietnice nabycia stały się instrumentami polityki zagranicznej o charakterze pozytywnym, a wycofywanie inwestycji, odstępowanie od nich lub groźba powyższego postępowania będą instrumentami negatywnymi.

Wielokrotnie cytowana książka Baldwina stała się podstawą dla wielu innych prac rozwijających koncepcję *economic statecraft*. Oprócz wspomnianego już Andrewsa (2006) na uwagę zasługuje praca Armijo i Katady (2015), którzy próbowali skonceptualizować pojęcie *financial statecraft* jako jednego z elementów szerszego zbioru narzędzi *economic statecraft*. Ich artykuł jest dla naszych rozważań ważny, ponieważ wspomnieli w nim o państwowych funduszach majątkowych, które zostały przez nich zakwalifikowane właśnie jako środek realizacji *financial statecraft*, co w wolnym tłumaczeniu na język polski możemy określić mianem „dyplomacji finansowej".

Przywołani autorzy zaproponowali własną klasyfikację instrumentów finansowych, które są wykorzystywane przez państwa do osiągania celów w polityce zagranicznej. Po pierwsze, nawiązując do pracy Andrewsa (2006), zaproponowali podział na narzędzia ofensywne i defensywne, czyli skierowane zewnętrznie lub wewnętrznie. Instrumenty ofensywne oddziałują poprzez wywieranie presji czy dążenie do zmiany międzynarodowego *status quo*. Odwrotnie, środki defensywne mają chronić istniejące *status quo*, krajową gospodarkę i polityczną suwerenność. Niektóre z instrumentów wymykają się łatwej klasyfikacji, gdyż mogą być w zależności od sytuacji użyte do obrony lub ataku. Przykładem mogą być interwencje państwa na rynkach walutowych.

Po drugie, podzielili oni narzędzia na używane bilateralnie, czyli w celu oddziaływania na konkretnego aktora stosunków międzynarodowych, oraz systemowe. Te ostatnie są stosowane w celu wpływania na rynki finansowe lub obrony przed nimi tudzież globalnymi instytucjami kształtującymi finansowy ład światowy.

Po trzecie wreszcie, dokonali oni podziału na narzędzia *stricte* finansowe i monetarne. Do finansowych zaliczyli wszystkie działania zakładające transgraniczny przepływ kapitału, na przykład pomoc rozwojową, inwestycje i kredyty. Wymiar monetarny stanowią z kolei operacje dotyczące systemu kursu walutowego czy rezerw walutowych. Wszystkie trzy wymiary zobrazowano w tabeli 2.4.

Tabela 2.4. Narzędzia finansowego wymiaru dyplomacji ekonomicznej

Wyszczególnienie	Narzędzia defensywne	Narzędzia ofensywne
Bilateralne	Finansowe – Nacjonalizacja inwestycji zagranicznych – Niepłacenie lub restrukturyzacja zagranicznego długu – Tworzenie karteli dłużników Monetarne – Osłabianie wpływu innych państw na walutę krajową (na przykład zakaz zaciągania zobowiązań w walutach obcych)	Finansowe – Sankcje (zamrożenie aktywów finansowych, odmowa udzielania pożyczek) – Przekupstwo (pożyczki i pomoc rozwojowa uzależniona od wdrożenia konkretnych działań politycznych, na przykład liberalizacji handlu) Monetarne – Manipulowanie kursem walutowym
Systemowe	Finansowe – Dywersyfikacja źródeł zagranicznego kapitału – Tworzenie systemu politycznej kontroli nad transakcjami finansowymi czy rynkiem banków państwowych – Promowanie działalności multilateralnych banków – Walka o wpływy w globalnych instytucjach finansowych Monetarne – Akumulacja rezerw walutowych – Promowanie regionalnych funduszy walutowych – Promowanie różnych walut rezerwowych – Walka o wpływy w globalnych instytucjach monetarnych	Finansowe – Promowanie krajowych rynków finansowych jako źródła wpływów globalnych – Tworzenie instytucji finansowych, przyznając sobie hegemoniczną lub nieproporcjonalnie silną pozycję Monetarne – Promowanie własnej waluty jako rezerwowej i transakcyjnej – Tworzenie instytucji finansowych, przyznając sobie hegemoniczną lub nieproporcjonalnie silną pozycję

Źródło: Armijo, Katada (2015, s. 47).

Największą wartością pracy Armijo i Katady jest dużo głębsza i dużo dokładniejsza, niż u wcześniejszych badaczy, systematyzacja narzędzi finansowych będących w dyspozycji państwa i mogących służyć do realizacji celów polityki zagranicznej. Według tej klasyfikacji PFM mogą być instrumentalnie wykorzystywane do wpływania na innych aktorów jako „broń" ofensywna, oferując im korzyści w zamian za koncesje polityczne lub grożąc wycofaniem środków inwestycyjnych. Wyraźnie też PFM są lokowane jako finansowe, a nie monetarne narzędzie dyplomacji ekonomicznej. Słabością systematyki zaproponowanej przez Armijo i Katadę jest natomiast pominięcie niektórych instrumentów kapitałowych wymienianych już przez Baldwina (na przykład podatkowych), przez co zestawienie nie jest wprost rozwinięciem wcześniejszego dorobku teoretycznego, ale zupełnie nowym bytem, raczej funkcjonującym obok, a nie w ramach klasycznych kategorii pojęciowych wprowadzonych przez Baldwina.

Podobnie jest z najnowszą klasyfikacją zamieszczoną w książce *War by Other Means. Geoeconomics and Statecraft* autorstwa Blackwilla i Harris (2016, s. 49). Autorzy wyróżnili w niej siedem instrumentów realizacji przez państwo polityki, którą nazwali „geoekonomiczną". Ten neologizm może wzbudzać trochę zamętu, ale lektura przekonuje, że autorzy mieli na myśli nic innego jak właśnie ekonomiczne narzędzia polityki zagranicznej. Do instrumentów geoekonomii zaliczyli politykę handlową, politykę inwestycyjną, sankcje gospodarcze i finansowe, środki cybernetyczne, pomoc rozwojową, politykę finansową i monetarną, energetykę i politykę surowcową. Wydaje się, że ten podział, choć ogólniejszy, lepiej odzwierciedla współczesne obszary ekonomicznego oddziaływania państwa na zagranicznych aktorów. Przede wszystkim, dzięki zauważeniu roli środków cybernetycznych oraz polityki energetycznej i surowcowej, jest on znacznie pełniejszy niż klasyczna klasyfikacja Baldwina. Faktycznie są to obszary o bardzo istotnym znaczeniu dla polityk zagranicznych państw, żeby wspomnieć tylko działania zatrudnianych przez rządy hakerów wykradających tajemnice handlowe w celu budowania przewag konkurencyjnych przez krajowe podmioty. Przodują w tym Chińczycy, ale trudno przypuszczać, aby inne kraje nie postępowały podobnie (Segal, 2012).

W zaproponowanym przez Blackwilla i Harris podziale PFM są klasyfikowane jako narzędzia polityki inwestycyjnej i nazwane „najbardziej profesjonalnie zarządzaną" formą majątku państwowego (Blackwill, Harris, 2016, s. 55). To drugie stwierdzenie jest trochę na wyrost, gdyż w przypadku

tak wielu istniejących na świecie funduszy majątkowych poziom profesjonalizmu może być różny. Niemniej jednak warto odnotować, że praca Blackwilla i Harris jest naprawdę jedną z pierwszych, w której PFM są wskazywane jako narzędzia prowadzenia polityki zagranicznej i poświęcono im w niej nieco miejsca. Autorzy przywołują przypadki politycznego użycia funduszy, na przykład rosyjsko-ukraińską umowę z grudnia 2013 roku, kiedy to Kreml zaoferował, że Rosja ulokuje w ukraińskich obligacjach skarbowych 15 miliardów dolarów ze środków rosyjskiego PFM (Russian National Wealth Fund). Umowa miała być formą gospodarczego nacisku na Kijów, swoistą zapłatą za rezygnację Ukrainy ze stowarzyszenia z Unią Europejską (Wierzbowska-Miazga, Sarna, 2013). Więcej o tym piszemy w rozdziale piątym.

Podsumowując, można wyraźnie stwierdzić, że w pracach rozważających teoretyczne zagadnienia polityki zagranicznej, w tym jej wymiar ekonomiczny, fundusze majątkowe były przez lata w zasadzie pomijane. Nie były ujmowane w klasyfikacjach instrumentów tej polityki. Ta sytuacja zmieniła się dopiero niedawno, gdy w pracach z lat 2015–2016 dostrzeżono wreszcie PFM jako narzędzie dyplomacji ekonomicznej czy geoekonomii. Można więc mówić o istnieniu istotnej luki badawczej w postaci braku odpowiedniej konceptualizacji PFM jako instrumentów wykorzystywanych w polityce zagranicznej. Przywoływane są one bowiem raczej incydentalnie i bez głębszego namysłu teoretycznego.

2.5. Ekonomiczne instrumenty polityki zagranicznej w świetle różnych teorii eksplanacyjnych

Przyjrzyjmy się teraz miejscu, jakie narzędzia dyplomacji ekonomicznej zajmują w różnych nurtach literatury, które charakteryzują się odmiennymi paradygmatami i reprezentują różne szkoły stosunków międzynarodowych. Możemy wyróżnić zasadniczo trzy główne nurty teoretyczne rozważań nad zastosowaniem ekonomicznych środków w polityce zagranicznej: realistyczny, liberalny oraz warunkowy (Blanchard, Ripsman, 2008, s. 373). Poniżej opiszemy te trzy podejścia, gdyż będą one podstawą do wyjaśnienia założeń teoretycznych niniejszej pracy.

Kilkukrotnie przywoływana już koncepcja *economic statecraft* Baldwina (1985) wpisuje się w realistyczną szkołę stosunków międzynarodowych,

zakładającą, że państwa prowadzą politykę różnymi dostępnymi środkami, mając na celu maksymalizację swojej potęgi. Ta bodaj najmocniej rozpowszechniona szkoła myślenia o stosunkach międzynarodowych jest jednakże podzielona na wiele nurtów. Niektórzy autorzy, jak na przykład Morghentau (1985), uważają, że dążenie do potęgi ma swoje źródło w naturze człowieka. Inni, na przykład Waltz (1990), wskazują, że anarchiczny system międzynarodowy narzuca akumulację potęgi jako swoisty „wymóg systemowy" stawiany państwom. Wszyscy jednak podkreślają znaczenie takich kategorii, jak autonomia państwa, interes narodowy i nieuchronność konkurencji oraz konfliktów między państwami. Potęga oraz rozkład potęg w systemie międzynarodowym są według realistów kluczem do zrozumienia zachowania państw, odsuwając na drugi plan czynniki ideologiczne oraz wewnętrzne (Burchill, 2006b). W tym ujęciu ekonomiczne środki prowadzenia polityki zagranicznej będą wykorzystywane do wzmacniania potęgi państwa, realizacji jego interesów narodowych oraz zwiększania możliwości wpływu na działania innych państw, tak aby były zgodne z tymi interesami.

Warto zauważyć, że klasyfikacja Baldwina nie ogranicza się jedynie do czynników materialnych, które dominują w dyskursie realistycznym, ale docenia się też w niej znaczenie czynników niematerialnych, takich jak retoryka (obietnice, groźby). To połączenie realizmu politycznego i języka w stosunkach międzynarodowych zostało nazwane dyskursem przekonującym (*persuasive discourse*), którego zadaniem jest realne przekonanie do swojej racji, a zatem ochrona własnych interesów (Mierzejewski, 2013, s. 77).

Niektórzy badacze (Haskel, 1980; Shemirani, 2011) zwracają uwagę na fakt, że o potędze państwa świadczy nie tylko wielkość własnych zasobów, ale także dostęp, jaki do tych zasobów mają inni aktorzy. Jeśli państwo na przykład za pomocą kontrolowanego przez siebie przedsiębiorstwa lub funduszu majątkowego uzyskuje dostęp do zasobów innego państwa, to zwiększa swoją potęgę lub bezpieczeństwo jego kosztem. Mamy tu więc do czynienia z opisywanym w literaturze „dylematem bezpieczeństwa" definiowanym jako

> strukturalne zjawisko, w którym podejmowane przez państwo działania mające na celu zapewnienie sobie bezpieczeństwa prowadzą, niezależnie od intencji tego państwa, do rosnącego poczucia zagrożenia u innych państw, ponieważ każdy postrzega stosowane przez siebie środki jako obronne [w domyśle uzasadnione – przyp. TK], a stosowane przez innych jako potencjalnie niebezpieczne (Herz, 1950).

Niemniej jednak realiści mają tendencję do umniejszania znaczenia środków ekonomicznych, uważając, że cele strategiczne i polityczne biorą górę nad gospodarczymi. Tego typu podejście przez lata dominowało w literaturze, choć dzisiaj znaczenie kwestii gospodarczych w dyskursie neoklasycznego realizmu zdaje się wzrastać (Brawley, 2010). Sam Baldwin (1985, s. 115) przyznawał, że analizując teksty akademickie, można było odnieść wrażenie, że narzędzia ekonomiczne są bezużyteczne, a zajmowanie się nimi na serio nie ma większego sensu. W wielu pracach przewijała się myśl, że groźby ekonomicznych strat albo obietnice ekonomicznych korzyści są nieskuteczne, ponieważ politycy sprawujący władzę nie przejmują się nimi, albo przejmują się znacznie mniej niż innymi rzeczami (Blanchard, Ripsman, 2008, s. 374).

Mimo wszystko, wraz z coraz bardziej widoczną ekonomizacją stosunków międzynarodowych, również przedstawiciele szkoły realistycznej badali tematy związane z dyplomacją ekonomiczną. Szczególnie bogata jest literatura dotycząca skuteczności sankcji ekonomicznych (Biersteker i in., 2016; Eyler, 2017; Giumelli, 2013). Przeważnie jednak realiści, tacy jak na przykład Pape (1997), udowadniali, że sankcje niemal nigdy nie są efektywne, a kraje są dużo bardziej wrażliwe na presję polityczną lub militarną. Środki gospodarcze muszą być zatem poparte naciskami innego typu. Podobne konkludowali Drury i Li (2006) w swoim studium na temat amerykańskich sankcji ekonomicznych nałożonych na Chiny. Co ciekawe, niemal nieobecne w dyskursie realistycznym są narzędzia pozytywnego oddziaływania, takie jak na przykład pomoc gospodarcza.

Podsumowując, realiści/neorealiści stoją na stanowisku, że siła militarna będzie zawsze efektywniejsza niż narzędzia ekonomiczne, zarówno negatywne, jak i pozytywne. Takie zasadnicze, stanowcze odrzucenie narzędzi ekonomicznych jako skutecznego środka prowadzenia polityki zagranicznej nie wytrzymuje jednak zderzenia z rzeczywistością. Można przecież wykazać wiele przykładów takiego użycia ekonomicznych „kijów i marchewek", które przyniosły pożądane rezultaty polityczne. Rosyjska presja gospodarcza była jednym ze skutecznych narzędzi nacisków Moskwy na dawne postsowieckie republiki, takie jak Kazachstan i Turkmenistan. Podobnie nie sposób odmówić wpływu międzynarodowych sankcji na zmianę reżimu w Republice Południowej Afryki. Po stronie „marchewek" można wskazać skuteczną stabilizację Bośni i Hercegowiny, osiągniętą dzięki temu, że kluczowe grupy polityczne uznały opłacalność przestrzegania zawieszenia broni.

Powyższe przykłady wskazują, że dominujące wśród realistów podejście umniejszania znaczenia środków gospodarczych jest mało przydatne analitycznie i nie prowadzi nas do pełnego zrozumienia mechanizmów działania ekonomicznych narzędzi polityki zagranicznej (Blanchard, Ripsman, 2013). Co ciekawe, nie kształtuje ono również opinii elit politycznych, nawet w takich krajach, jak Chiny i Rosja, gdzie realistyczna szkoła stosunków międzynarodowych ma istotne, jeśli nie dominujące, znaczenie w świecie akademickim (Shambaugh, 2012).

Zupełnie przeciwnego zdania niż realiści są badacze wywodzący się ze szkoły liberalnej, bardzo mocno akcentującej znaczenie czynników ekonomicznych w stosunkach międzynarodowych (Burchill, 2006a; Keohane, 1990). W kontekście rozważań o polityce zagranicznej koncepcje liberalne akcentują fakt, że gospodarka przenika wszystkie sfery działania państwa, a ono nie jest w stanie przetrwać, jeśli nie zapewni warunków do reprodukcji gospodarczej (Przeworski, Wallerstein, 1998). Opierając się na takim założeniu, liberałowie argumentują, że kalkulacja ekonomicznych zysków i strat ma kluczowy wpływ na decyzje polityczne i dzięki temu istotne znaczenie dla przebiegu procesów politycznych. W tym kontekście skuteczność narzędzi ekonomicznych zależy od siły ich oddziaływania. Ostateczny rezultat zastosowania określonego narzędzia ekonomicznego jest bowiem zależny od kalkulacji kosztów i korzyści, które przeprowadza państwo, w stosunku do którego środki presji lub perswazji gospodarczej zostały zastosowane. Innymi słowy, liberałowie wskazują na bezpośredni związek pomiędzy wyrażoną w pieniądzu wartością sankcji lub zachęt finansowych a ich skutecznością. Skuteczność będzie rosnąć wraz ze zwiększeniem się kosztów lub korzyści dla danego państwa.

Jeśli mówimy zatem o sankcjach, to powinny być one długotrwałe, mieć szeroki zakres i być stosowane w sposób kolektywny przez grupę państw, tak aby były one jak najbardziej kosztowne dla państwa, które jest nimi objęte (Daoudi, Dajani, 1983). Early i Spice (2015) udowodnili też, że na utrzymanie sankcji przez grupę państw ma wpływ członkostwo w niektórych organizacjach międzynarodowych (ale nie w Organizacji Narodów Zjednoczonych). Niektórzy badacze pokusili się nawet o wyliczenie poziomu kosztów wynikających z nałożonych sankcji, który zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu. Hufbauer i współpracownicy (2000, s. 101) twierdzą, że szanse na sukces znacząco rosną, jeśli zastosowany środek powoduje skutki ekonomiczne większe niż 1% produktu krajowego brutto (PKB) kraju nim objętego. Jest to zbieżne

ze zdaniem tych badaczy, którzy sugerują, że szanse na powodzenie presji ekonomicznej rosną wraz ze wzrostem poziomu gospodarczych zależności (Shambaugh, 1999). Dominacja oczywiście nie musi być całkowita, ale powinna występować choć w jednym istotnym dla państwa objętego sankcjami sektorze gospodarki. Dominacja ta może przejawiać się w uzależnieniu tego sektora od dostaw surowców lub półproduktów.

Nie ma natomiast zgody co do tego, czy środki ekonomiczne powinny być wycelowane w kierunku liderów politycznych czy też szerszych mas społecznych. Niektórzy badacze (na przykład Courtright i in., 2002) wskazują na konieczność stosowania „mądrych sankcji", dokładnie przemyślanych i przygotowanych w taki sposób, aby były jak najbardziej dotkliwe dla elit politycznych. Odrębne zdanie wyrazili Major i McGann (2005), którzy argumentują, że sankcje powinny w pierwszej kolejności objąć „niewinnych widzów" (*innocent bystanders*), czyli szerokie rzesze obywateli stanowiących istotną siłę polityczną wewnątrz państwa.

Co ciekawe, podobnie jak u realistów, rola zachęt ekonomicznych w polityce zagranicznej przyciągała znacznie mniejszą uwagę badaczy szkoły liberalnej. Wśród istniejącej literatury naukowej na ten temat można wyróżnić prace Eileen Crumm (1995) oraz Randalla Newnhama (2002), w których podkreślano potencjalnie dużą rolę, jaką mogą odegrać pozytywne instrumenty ekonomiczne polityki zagranicznej. Oboje autorzy udowadniają, że bardziej wartościowe zachęty zwiększają szansę na osiągnięcie politycznych celów, a Newnham sugeruje, że mogą być one skuteczniejsze niż sankcje. Inni badacze (między innymi Abdelal, Kirshner, 2014) zauważają również, że zachęty ekonomiczne mogą zmieniać układ sił wewnątrz objętego nimi kraju, wzmacniając jedne siły polityczne i osłabiając inne, zgodnie z interesem państwa stosującego te zachęty.

Krytycy liberalnego podejścia zwracają uwagę na przecenianie znaczenia czynników gospodarczych oraz liczne przykłady historyczne wskazujące na nieskuteczność narzędzi ekonomicznych. Mimo obietnic wielomilionowej pomocy dla Cypru, Grecy cypryjscy nie zgodzili się na plan unifikacji wyspy przygotowany pod auspicjami ONZ i poddany pod referendum w kwietniu 2004 roku. Podobnie rzecz ma się z historią sankcji ekonomicznych, które wielokrotnie okazywały się nieskuteczne, nawet jeśli prowadziły do naprawdę olbrzymich kosztów wewnętrznych w krajach nimi objętych. Za przykład mogą posłużyć takie kraje, jak Korea Północna lub Zimbabwe, w którym

po nałożeniu w 2003 roku międzynarodowych sankcji bezrobocie sięgnęło 50%, a inflacja ponad 200%, co jednak nie przełożyło się na liberalizację reżimu. Inną słabością tego podejścia jest traktowanie państwa jako aktora kierującego się wyłącznie ekonomicznymi przesłankami. Tak przecież nie jest i władze, ale też opinia publiczna, są często w stanie akceptować nawet relatywnie duże straty gospodarcze w celu osiągnięcia ważnych celów politycznych, narodowych albo religijnych (Blanchard, Ripsman, 2013, s. 19).

Pomiędzy realistami i liberałami sytuuje się trzecie podejście, wskazujące na silne uzależnienie skuteczności instrumentów ekonomicznych od sytuacji międzynarodowej oraz wewnętrznej w danym kraju. Zwolennicy tego podejścia kwestionują podejście liberalne, twierdząc, że kluczowy jest kontekst użycia danego narzędzia, a nie wyłącznie jego zakres, cel czy długotrwałość. Jednocześnie jednak sprzeciwiają się marginalizowaniu znaczenia ekonomicznych instrumentów polityki zagranicznej, co robią realiści, pokazując, że mogą one być skuteczne, ale tylko w określonych warunkach (Morgan, Schwebach, 1997).

W tym podejściu, które nazwiemy warunkowym, możemy wyróżnić dwa główne nurty argumentacji: wskazujący na znaczenie środowiska międzynarodowego oraz na uwarunkowania wewnętrzne. Wśród badaczy skupiających się na wpływie sytuacji międzynarodowej na skuteczność ekonomicznych narzędzi polityki zagranicznej wymienić należy Daniela Dreznera (1999), który wskazuje na związek pomiędzy efektywnością użytych narzędzi a naturą relacji pomiędzy krajami. Udowadnia on, że na przykład sankcje działają dużo lepiej, kiedy są nakładane na kraje sojusznicze, a słabiej, kiedy dotykają one wrogów. Niektórzy badacze wskazują na związek pomiędzy skutecznością żądań a ich jawnością, twierdząc, że te ukryte przed opinią publiczną są łatwiejsze do osiągnięcia (Davies, Dombrowski, 2000). Jako inne zmienne, które powinny być brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o użyciu narzędzi ekonomicznych, są wskazywane zaangażowanie stron trzecich, formalne zobowiązania instytucjonalne zaangażowanych stron (na przykład handlowe porozumienia preferencyjne) czy też interesy geopolityczne i siła militarna kraju, w stosunku do którego stosowane są dane narzędzia (Blanchard, Ripsman, 2013).

Szczególnie interesujący wydaje się nurt rozważań o uwarunkowaniach wewnętrznych. Wielu badaczy oceniało, że co do zasady reżimy autorytarne są bardziej odporne na zewnętrzne czynniki ekonomiczne niż władze wybrane w sposób demokratyczny (Brooks, 2002; Crumm, 1995). Kaempfer

i Lowenberg (1992) wskazywali na uzależnienie efektywności użycia danego narzędzia od jego ekonomicznego znaczenia dla najważniejszych grup wyborców oraz, co szczególnie ważne w przypadku państw niedemokratycznych, innych wewnętrznych depozytariuszy władzy.

Rozwijając ich badania, Blanchard i Ripsman (2008, 2013) zaproponowali polityczną teorię wyjaśniającą znaczenie ekonomicznych narzędzi w polityce zagranicznej. Jest ona oparta na czynnikach wewnętrznych i zewnętrznych. Do wewnętrznych należą takie czynniki, jak autonomia decyzyjna, zasoby oraz legitymizacja.

Autonomia decyzyjna to zdolność ośrodków władzy do wdrażania określonych założeń politycznych, mimo silnej opozycji wewnętrznej. Zależy ona od struktur instytucjonalnych państwa, procesów decyzyjnych oraz norm kształtujących środowisko, w którym podejmowane są decyzje. Politycy z dużą autonomią decyzyjną są zdolni do podejmowania decyzji nawet w sytuacji bardzo silnego oporu wewnętrznych grup interesu.

Drugim czynnikiem są zasoby, jakie mogą użyć rządzący do przyciągnięcia na swoją stronę grup społecznych dotkniętych skutkami użycia instrumentów ekonomicznych przez inne państwo. Zasoby te mogą być finansowe (na przykład środki pieniężne możliwe do wykorzystania), siłowe (na przykład policja, wojsko lub organizacje paramilitarne potrzebne do stłumienia zamieszek) albo mogą mieć charakter formalnych i nieformalnych mechanizmów wpływu.

Ostatni czynnik to legitymizacja władzy, czyli poziom akceptacji grup społecznych dla liderów politycznych i podstaw sprawowania przez nich władzy. Im wyższy jest poziom legitymizacji, tym większa jest zdolność liderów politycznych do wspólnych działań z kluczowymi aktorami społecznymi (to jest biznesem, wojskiem, związkami zawodowymi), mających na celu przeciwstawienie się zewnętrznej presji.

Z badań Blancharda i Ripsmana wynika, że państwo, stosując pozytywne lub negatywne narzędzia ekonomiczne w prowadzonej przez siebie polityce zagranicznej, musi brać też pod uwagę specyfikę sytuacji wewnętrznej w kraju objętym danymi działaniami. Jeśli jest to kraj o silnej państwowości, władza ma mocną legitymizację, szeroką autonomię oraz wachlarz zasobów do użycia, to same środki ekonomiczne mogą być nieskuteczne. Konieczne będzie dołączenie do nich działań politycznych mających na celu osłabienie autonomii decyzyjnej, legitymizacji władzy albo ograniczenie zasobów pozostających w dyspozycji władzy.

Oprócz czynników wewnętrznych autorzy wymieniają także trzy czynniki zewnętrzne: sytuację geopolityczną, skalę możliwej pomocy od stron trzecich oraz istnienie dodatkowych czynników pogłębiających presję polityczną (Blanchard, Ripsman, 1999). W późniejszej pracy (Blanchard, Ripsman, 2013), przedstawiającej najbardziej kompleksową wersję ich teorii, czynniki zewnętrzne zostały ograniczone do dwóch zmiennych: zagrożenia dla strategicznych interesów w przypadku uległości (*threat to strategic interests associated with compliance*, TSI-C) oraz w przypadku oporu (*threat to strategic interests associated with non-compliance*, TSI-N). Zagrożeniami tymi mogą być:

1) utrata suwerenności,
2) groźba dezintegracji państwa,
3) zmniejszenie zdolności państwa do obrony przed zagrożeniami geopolitycznymi,
4) powstanie nowych zagrożeń geopolitycznych,
5) utrata pozycji międzynarodowej oraz reputacji w oczach sojuszników,
6) izolacja międzynarodowa,
7) zmniejszenie zdolności państwa do osiągnięcia ważnych celów wojskowych lub politycznych.

Wystąpienie powyższych zagrożeń jest analizowane przez państwo w wariancie uległości i w wariancie oporu. Jeśli koszty oporu wydają się wyższe niż koszty uległości, to państwo może być bardziej skłonne do spełnienia żądań, a tym samym prawdopodobieństwo skutecznego zadziałania użytych narzędzi ekonomicznych wzrasta.

Dla dalszych rozważań wyniki badań Blancharda i Ripsmana mają fundamentalne znaczenie. Wskazują bowiem, że rezultaty stosowania w polityce zagranicznej instrumentów ekonomicznych nie zależą od instrumentów jako takich, ale od sytuacji wewnętrznej i zewnętrznej państwa, w stosunku do którego instrumenty te są używane. Nie można zatem powiedzieć, że sankcje są z zasady skuteczniejsze od obietnicy inwestycji lub pożyczki. Nie można też traktować narzędzi ekonomicznych, jak chcieliby realiści, jako chimery, mrzonki, która jest do pominięcia w politycznych kalkulacjach. Nie powinno się jednak również widzieć w naciskach ekonomicznych „czarodziejskiej różdżki", tak jak chcieliby przedstawiciele szkoły liberalnej, która zastąpi wszystkie inne instrumenty prowadzenia polityki zagranicznej i promowania interesów państwowych na arenie międzynarodowej. Skuteczność instrumentów ekonomicznych zależy bowiem od skomplikowanego zestawu czynników

wewnętrznych i zewnętrznych, a próby upraszczających sądów prowadzą na manowce. W przypadku analizowanych przez nas PFM oznacza to, że polityczne znaczenie ich działań należy badać właśnie w odniesieniu do uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych krajów, na które oddziałują. Wyklucza to próby generalizowania odnośnie do politycznego znaczenia wszystkich PFM i ich inwestycji. Ono co do zasady będzie się różnić, w zależności od tego, w jakim czasie i jakich krajów dotyczą działania podejmowane przez PFM.

Spośród trzech, opisanych powyżej, dominujących w literaturze sposobów podejścia do wyjaśnienia zjawiska dyplomacji ekonomicznej, na potrzeby niniejszej pracy zostało zaadoptowane ostatnie z nich, jako najbardziej przydatne do analizy funduszy majątkowych. Omawiając polityczne użycie PFM przez państwa, autor nie zamierza formułować generalnych wniosków na temat ich skuteczności, przyjmując, że będzie ona zależna od zestawu czynników charakterystycznych dla danego, analizowanego przypadku.

Jednocześnie jednak, jak to zostało już zaznaczone we wstępie, praca jest silnie zakorzeniona w neorealistycznym nurcie rozważań o stosunkach międzynarodowych. Przyjęta jest w niej na przykład, charakterystyczna właśnie dla realistów, perspektywa państwocentryczna, koncentrująca badania na państwach narodowych i ich politykach zagranicznych. Państwowe fundusze majątkowe są zatem traktowane jako instytucje o różnym stopniu autonomii (to będzie jeden z obszarów badawczych w studiach przypadków), ale jednak podległe władzy państwowej, która sprawuje nad nimi kontrolę.

2.6. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej – przegląd badań

Państwowe fundusze majątkowe bardzo rzadko były przedmiotem analiz politologicznych. Nie pojawiają się one nawet w bardzo dobrych i cieszących się dużym uznaniem pracach dotyczących teorii polityki zagranicznej (Alden, Aran, 2011) lub są w nich ledwie wspomniane (Hill, 2016, s. 156). Szerzej o nich jako „instrumencie geoekonomicznym" piszą Blackwill i Harris (2016, s. 54–58), ale nie dokonując naukowej konceptualizacji i ograniczając się raczej do podania przykładów empirycznych motywowanych politycznie inwestycji. Podobnie Schiffman i Jochum (2011, s. 152–155), którzy PFM podają jako przykłady ekonomicznych instrumentów polityki bezpieczeństwa.

Działalność PFM przez lata przyciągała raczej uwagę ekonomistów. Wskazywali oni rzecz jasna na możliwe polityczne implikacje działalności PFM, próbowali definiować wynikające z nich potencjalne zagrożenia dla bezpieczeństwa, niemniej jednak nie analizowali funduszy jako narzędzia polityki zagranicznej. Generalnie w badaniach nad polityką zagraniczną państw PFM były zasadniczo pomijane. Nikt na przykład nie zaproponował jakiejkolwiek klasyfikacji form wykorzystania PFM do celów politycznych.

Stosunkowo najlepiej zbadane są w tym zakresie fundusze chińskie (Blanchard, 2014; Kamiński, 2015b; Norris, 2016), choć wciąż w wielu aktualnie wydawanych pracach, opisujących założenia chińskiej polityki zagranicznej (Chŏng, 2015; Heilmann, Schmidt, 2014; Lai, 2010; Rozman, 2013) albo traktujących o gospodarczej ekspansji Chin na świecie (Gwiazda, 2013), fundusze majątkowe nie są ujmowane.

Patrząc na PFM z perspektywy nauk politycznych, możliwość ich instrumentalnego wykorzystywania do realizacji celów politycznych państwa wydaje się jednak oczywista. Przynajmniej z perspektywy przedstawicieli szkoły realistycznej, jako instytucje kontrolowane przez czynniki władzy państwowej, PFM niejako z definicji powinny być traktowane jako narzędzie polityczne. Jak zauważył Gilpin (2001), przy dzisiejszej silnie zintegrowanej gospodarce światowej, państwa tym bardziej starają się wykorzystać swoją siłę gospodarczą do realizacji swoich interesów narodowych. Państwowe fundusze majątkowe jako inwestycyjne „ramiona" państw w naturalny sposób są ważnym elementem stanowiącym o tej sile.

Oczywiście należy mieć w pamięci, szerzej omawiany w rozdziale pierwszym, fakt, że pod parasolem terminu „państwowe fundusze majątkowe" mamy do czynienia z bardzo różnorodnymi organizacjami. Część z nich działa podobnie do funduszy emerytalnych i stara się wypracowywać zyski w długim okresie oraz przy umiarkowanym poziomie ryzyka. Inne fundusze inwestują z kolei bardzo agresywnie. Niektóre działają w sposób zbliżony do prywatnych instytucji finansowych, a inne są bardzo mocno powiązane z elitami politycznymi danego kraju. Różnice w strukturze organizacyjnej, celach inwestycyjnych czy sposobach zarządzania portfelem kapitałowym sprawiają, że trudno jest generalizować na temat PFM. Każdy sąd ogólny musi być bowiem opatrzony wieloma zastrzeżeniami i rzadko dotyczy wszystkich funduszy bez wyjątku.

Niemniej jednak wielu badaczy próbowało taką próbę generalizacji podjąć i spróbować zdefiniować ważne z politycznego punktu widzenia

cechy charakterystyczne dla funduszy. Jedną z nich jest sformułowana przez Murphy'ego (2012) zasada „podwójnego dna" (*double bottom line*), która mówi o tym, że polityka inwestycyjna każdego funduszu jest zawsze wypadkową dwóch czynników: chęci osiągnięcia finansowego zysku oraz chęci osiągnięcia politycznych lub strategicznych korzyści dla państwa. Znaczenie tych dwóch czynników może się zmieniać w czasie i różnić w zależności od funduszu.

Część PFM, w oficjalnych dokumentach i deklaracjach władz, przyznaje, że motywy pozafinansowe wpływają na ich decyzje inwestycyjne. Najlepszym przykładem jest norweski fundusz Government Pension Fund Global (GPFG), największy fundusz majątkowy na świecie według danych SWF Institute z 2016 roku, zarządzający kwotą niemal 850 miliardów dolarów. Inwestuje on wyłącznie w instytucje, które spełniają w swojej działalności określone standardy środowiskowe dotyczące zatrudnienia oraz transparentności swoich działań (Chesterman, 2008). Przed wejściem kapitałowym do spółki zarządzający funduszem muszą przeprowadzić badanie zgodności działań wybranej firmy z kodeksem etycznym funduszu, który jest nadrzędny wobec przesłanek finansowych. Specjalna rada etyki, składająca się ze specjalistów zajmujących się prawami człowieka, ochroną środowiska, prawem i ekonomią, tworzy „czarną listę" spółek, w które fundusz nie może inwestować. Na liście w 2016 roku znajdowali się na niej tacy giganci jak koncern Lockhead Martin (zaangażowany w produkcję broni nuklearnej), sieć supermarketów Wal-Mart (łamanie praw pracowniczych), Rio Tinto (negatywny wpływ na środowisko) oraz wszyscy producenci papierosów. Co roku prowadzony jest też przegląd spółek znajdujących się w portfolio funduszu pod kątem zgodności ich działalności z kodeksem. W wyniku takiego przeglądu w 2015 roku GPFG musiał wycofać się z siedemdziesięciu trzech inwestycji (Barolini, 2016).Działalność norweskiego funduszu nie ma więc w pełni komercyjnego charakteru, ale jest bardzo mocno motywowana politycznie, nawet jeśli są to w założeniu bardzo szlachetne motywacje. Szersza analiza sposobu wykorzystania PFM przez Norwegię znajduje się w rozdziale czwartym.

Teza o istnieniu zasady „podwójnego dna" w działaniu PFM wydaje się logiczna, niemniej jednak wielu badaczy próbowało zmierzyć się z pytaniem, na ile fundusze majątkowe są graczami rynkowymi, a na ile strategicznymi inwestorami realizującymi interes swoich państwowych właścicieli. W zależności od okresu, w którym przeprowadzane było badanie i przyjętej metodologii, prezentowane wnioski były różne.

Lixia Loh (2010) w swojej książce stoi na stanowisku, że nie istnieją żadne twarde dowody, iż PFM działają z motywacji politycznych. Uważa też, że obawy odnośnie do inwestycji funduszy wynikają raczej z braku zrozumienia ich natury i roli. Meginnson i współpracownicy (2013) na podstawie swoich badań starali się wykazać, że PFM kierują się wyłącznie motywami finansowymi. Epstein i Rose (2009) stwierdzają natomiast, że skoro nie ma dowodów na rzecz tezy przeciwstawnej, to należy założyć, że PFM są instytucjami działającymi z pobudek rynkowych. Takie bardzo mocne założenia nie znajdują jednak wielu naśladowców wśród badaczy, są również wątpliwe logicznie; z faktu, że czegoś nie potrafimy udowodnić, nie wynika, że to coś nie istnieje. Brak dowodów przesądza sprawę w procesach sądowych, ale nie wstrzymuje przecież krytycznej refleksji naukowej.

Większa część naukowców i analityków zajmujących się PFM nie przyjmuje tak ostrych założeń i przychyla się raczej do tezy o różnorodnych motywacjach stojących za inwestycjami funduszy majątkowych. Dodać jednak należy, że choć jest to zdecydowanie dominujący pogląd wśród badaczy, to jednak różnią się oni w opiniach odnośnie do zależności i prawidłowości w zachowaniach PFM. Nawet jeśli sami nie znajdują przekonujących dowodów na polityczne motywacje inwestycji funduszy, to jednak ich całkowicie nie wykluczają.

Reprezentantem takiego podejścia do problemu jest Christopher Balding (2008), jeden z pierwszych badaczy PFM, który, analizując inwestycje największych funduszy, stwierdzał brak pozaekonomicznych motywów stojących za poszczególnymi transakcjami. W jego opinii fundusze inwestowały w poszukiwaniu największego zysku, a nie innych, pozafinansowych korzyści. Jednakże nie deprecjonował on całkowicie tezy o politycznym znaczeniu PFM, stwierdzając, że nawet jeśli dotychczasowe dowody na wykorzystywanie ich jako instrumentów polityki zagranicznej są skąpe, to trudno obawy związane z funduszami z góry odrzucić jako nieracjonalne. „Sama siła finansowa sprawia, że PFM są *de facto* instrumentami politycznymi państwa, zarówno w kontekście polityki wewnętrznej, jak i międzynarodowej" (Balding, 2012).

Naukowcy próbowali też porównywać PFM z innymi inwestorami instytucjonalnymi, wychodząc z założenia, że wyraźne różnice mogłyby potwierdzać tezę, że realizują one zupełnie inne cele i działają według innej agendy. Dotychczasowe badania sugerują jednak, że PFM zachowują się podobnie do innych typów inwestorów instytucjonalnych, to jest funduszy hedgingowych i emerytalnych. Kotter i Lel (2011) wskazują, że fundusze majątkowe inwestują

przede wszystkim w duże przedsiębiorstwa mające trudną sytuację finansową. Zachowują się przy tym jak typowi inwestorzy pasywni, nie wywierając istotnego wpływu na sposób zarządzania spółką i w konsekwencji na jej wyniki. Ich zachowania inwestycyjne są zatem zbliżone do innych graczy rynkowych. Te badania zostały dodatkowo potwierdzone przez porównanie PFM z prywatnymi funduszami inwestycyjnymi (Avendano, Santiso, 2009), z którego wynika, że mimo nieco innych konstrukcji portfeli, trudno wskazać na znaczące różnice w samych zachowaniach inwestycyjnych. Może to sugerować, że motywacje stojące za poszczególnymi transakcjami są podobne, czyli komercyjne.

Inni badacze próbowali znaleźć prawidłowości w zachowaniach PFM. Chhaochharia and Laeven (2009) w swojej pionierskiej analizie portfeli inwestycyjnych PFM stwierdzili, opierając się na danych z lat 1997–2007, że fundusze inwestują chętniej w krajach o podobnej kulturze. Bliskość kulturowa co prawda jest istotnym czynnikiem także dla innych inwestorów instytucjonalnych (Huberman, 2001), ale dla PFM była szczególnie ważna. Co ciekawe, elementem bardzo silnie zachęcającym do inwestycji okazała się bliskość religijna. Fundusze chętniej inwestowały w tych krajach, w których była wyznawana ta sama religia co w kraju macierzystym. Pewne znaczenie miała również fizyczna odległość – fundusze chętniej nabywały udziały w podmiotach znajdujących się w krajach sąsiednich. Wyniki tych badań podważały więc tezę o całkowicie rynkowych motywacjach inwestycyjnych funduszy, opartych na założeniu, że racjonalny inwestor dokonuje wyboru w zgodzie z założeniami teorii portfelowej[3]. Późniejsze badania (Johan i in., 2013; Boubakri i in., 2011) kwestionowały jednak tezę o pozytywnym wpływie bliskości kulturowej na decyzje inwestycyjne PFM.

Podobne prace prowadzili inni badacze, próbując dociec, dlaczego PFM, jak pokazują wyniki badań (Bortolotti i in., 2010), osiągają relatywnie słabe wyniki inwestycyjne w porównaniu z innymi aktorami na rynkach finansowych. Jednym z powodów mogły być właśnie pozafinansowe czynniki wpływające na podejmowane decyzje inwestycyjne. Knill i współpracownicy (2012), badając wpływ relacji dwustronnych między państwami na inwestycje PFM, na podstawie liczącej dziewięćset transakcji próby z lat 1984–2009, wykazali,

3 W myśl tej teorii racjonalna osoba powinna inwestować kapitał tak, aby minimalizować ryzyko przy danej oczekiwanej stopie zwrotu, albo maksymalizować stopę zwrotu przy danej wariancji (miara zmienności będąca podstawową miarą ryzyka).

że możemy zauważyć wpływ czynników politycznych na zachowania funduszy. Stwierdzili oni, że w przeciwieństwie do innych inwestorów, PFM preferują inwestycje w państwach, z którymi ich kraj ma słabiej rozwinięte relacje. Odkryli zatem negatywną korelację między intensywnością kontaktów bilateralnych a zaangażowaniem inwestycyjnym funduszy pochodzących z danego kraju. To stoi w sprzeczności z dotychczasowymi badaniami analizującymi zachowania inwestorów zagranicznych, co zdaniem autorów wskazuje, że PFM różnią się od innych, racjonalnych aktorów na rynkach finansowych. Jednocześnie jednak w swoim artykule potwierdzili, że PFM są grupą niezwykle zróżnicowaną i działania każdego funduszu powinny być analizowane indywidualnie. Ta konstatacja, powtórzmy, jest też jedną z naczelnych obserwacji, które legły u podstaw niniejszej pracy.

Istotną kwestią dotyczącą PFM było też zauważenie wpływu interesów elit politycznych państwa będącego właścicielem funduszu na jego działanie. Clark i Monk (2013) uwzględnili ten fakt w stworzonej przez siebie definicji PFM jako „inwestora z długim horyzontem inwestycyjnym, który podejmuje decyzje na bazie strategicznych interesów (swoich i państwa), a nie założeń teorii portfelowej". Prowadzi to do sytuacji, w której może dochodzić do konfliktu między menedżerami określającymi interesy funduszu a politykami definiującymi interesy państwa. One oczywiście nie muszą być ze sobą zgodne. Jednym z przykładów wpływu polityków na zachowania funduszy może być skłanianie ich do inwestowania środków w przedsiębiorstwa krajowe, a zmniejszania zaangażowania za granicą (tzw. *home bias*). Ma to na celu wsparcie dla rodzimych podmiotów, nawet kosztem zmniejszenia stopy zwrotu z kapitału (Bernstein i in., 2009).

Szersze badania na ten temat prowadzili Kyle Hatton i Katharina Pistor (2012), którzy wskazali, że definiując interes państwowy, politycy zabezpieczają również interesy osobiste. W swoim artykule dowodzili, że w krajach niedemokratycznych, takich jak Chiny, Zjednoczone Emiraty Arabskie czy Kuwejt, najważniejszym celem działania funduszy jest maksymalizacja zysków rządzących. Zaprezentowali to w formie teorii „maksymalizacji autonomii" (*autonomy-maximization theory*), która wskazuje na ścisły związek osobistej pozycji rządzących i utrzymania przez nich władzy z sytuacją ekonomiczną kraju. Fundusze majątkowe służą więc elitom władzy jako „wartościowy instrument obrony ich interesów". We wszystkich krajach, ale w szczególności tych autorytarnych, w których przekazanie władzy często wiąże się

z zagrożeniem życia dla obalanych dyktatorów, pierwszym i najważniejszym celem elit rządzących jest utrzymanie swojej uprzywilejowanej pozycji. Dlatego też PFM są wykorzystywane do stabilizacji wewnętrznej w państwie i jego pozycji na arenie międzynarodowej. Tym samym bardzo często poprzez realizację interesów rządzących osiągane są również ważne cele państwowe, ale, jak dowodzą autorzy, nie są one nadrzędne.

Najpełniejszą propozycję konceptualizacji PFM jako instrumentu politycznego przedstawiła Manda Shemirani w książce *Sovereign Wealth Funds and International Political Economy* (2011). Zaproponowała ona, aby na PFM spojrzeć z trzech różnych perspektyw, co pozwoli dostrzec trzy różne role polityczne pełnione przez te podmioty.

Po pierwsze, przyjmując perspektywę realistyczną, dostrzeżemy w PFM narzędzia do zwiększania potęgi państwa i realizacji jego interesów w polityce zagranicznej. Rządy wykorzystują fundusze do wpływania na inne państwa lub też do obrony przed gospodarczymi konsekwencjami działań innych państw, takimi jak na przykład sankcje. Autorka odnosi się tu wprost do pojęcia *economic statecraft*.

Po drugie, patrząc na fundusze jako na jedną z form kapitalizmu państwowego (obok firm państwowych), zobaczymy w nich instrumenty działalności ekonomicznej państwa, która ma prowadzić do zwiększania przychodów oraz umożliwić lepsze zarządzanie ryzykiem finansowym. W dzisiejszych czasach rola państwa w gospodarce znacząco wzrosła, a państwa coraz aktywniej włączają się w sfery prowadzenia biznesu, tłumacząc to niedoskonałościami rynku, celami strategicznymi lub społecznymi, takimi jak zapewnienie zatrudnienia (Toninelli, 2000). Coraz częściej też ta działalność przybiera charakter międzynarodowy, skoro „krajowe źródła przychodów oraz krajowe rynki są zbyt małe, aby zapewnić efektywność ekonomiczną" (Cerny, 2010). Patrząc z tej perspektywy, PFM są więc narzędziem prowadzenia efektywnej polityki gospodarczej państwa. Jak to obrazowo określili profesorowie Gilson i Milhaupt (2008), PFM używają *company-level behaviours*, aby osiągnąć *country-level benefits*, czyli za pomocą zachowań charakterystycznych dla poziomu przedsiębiorstw osiągają społeczne, ekonomiczne i polityczne profity na poziomie krajowym.

Po trzecie, PFM mogą być analizowane jako narzędzie polityki wewnętrznej, co Shemirani określa terminem „rekompensaty wewnętrznej" (*domestic compensation*). Mogą być używane przez polityków do wynagradzania ich wyborców

lub sympatyków w celu utrzymania władzy. Mogą być również użyte do równoważenia budżetu, na przykład w okresach spadku koniunktury i zwiększenia potrzeb pożyczkowych państwa lub do ratowania państwowych instytucji pogrążonych w kłopotach finansowych. Mogą być wreszcie użyte do dywersyfikacji bazy przemysłowej gospodarki krajowej (w szczególności w przypadku krajów małych lub zależnych od jednego sektora, na przykład surowcowego).

Shemirani konkluduje, że zachowania poszczególnych funduszy są modelowane przez wszystkie trzy role, które pełnią. Są one oczywiście zmieszane w różnych proporcjach, w zależności od funduszu, a ponadto zmieniają się w czasie: „cele PFM mogą być różnorodne, zmieniające się, a nawet nakładające się na siebie, co prowadzi do kluczowego dla właściciela funduszu [państwa – przyp. TK] pytania o sposób równoważenia tych celów". Na przykład państwo, które znajduje się w sytuacji bardzo silnej zewnętrznej presji, na przykład globalnej recesji, może zmusić kierownictwo PFM do rezygnacji z realizacji strategicznych celów funduszu na rzecz ratowania gospodarki krajowej. Tak stało się w Rosji, która, w obliczu problemów ekonomicznych wywołanych spadkami cen ropy naftowej oraz sankcjami nałożonymi na ten kraj w wyniku jego agresji na Ukrainę, była zmuszona środkami PFM ratować budżet. Wydrenowała w ten sposób portfele PFM, ograniczając ich rolę jako narzędzi prowadzenia polityki zagranicznej (Flood, 2015). Szerzej o tym napisano w rozdziale piątym.

Reasumując, można stwierdzić, że badania politologiczne nad PFM są na bardzo początkowym etapie. Istnieje wciąż wiele luk badawczych, obszarów, które wymagają dodatkowych naukowych analiz i pogłębionej refleksji. Jednym z tych obszarów jest kwestia warunków, jakie muszą być spełnione, aby państwo mogło wykorzystywać PFM jako instrument swojej polityki zagranicznej. Innym zagadnieniem wymagającym eksploracji jest brak klasyfikacji form/metod wykorzystywania PFM w polityce zagranicznej.

W ciągu kilku lat badań nad fenomenem PFM wyklarował się główny nurt w literaturze przedmiotu, w którym autorzy, zajmując się tym tematem, przekonują, że fundusze majątkowe mogą pełnić różne role, służyć do osiągania różnych celów, w tym politycznych. Najlepiej oddaje to cytat z pracy Edwina Trumana (2010), mówiący o tym, że fundusze są „polityczne z natury, poprzez sam sposób swojego powstania, i dlatego też naturalne jest, że do pewnego stopnia są przedmiotem politycznych wpływów". Jeśli tak, to również naturalne jest, że ich działania budzą niepokój innych aktorów stosunków międzynarodowych i są postrzegane jako zagrożenie bezpieczeństwa. Pamiętając jednak,

że fundusze nie są samodzielnymi podmiotami na scenie międzynarodowej, ale wyłącznie narzędziami w rękach władz państwowych, należy zaznaczyć, że to działania państw z wykorzystaniem funduszy budzą niepokój i są zagrożeniem bezpieczeństwa, a nie fundusze jako takie. Podobnie jak to nie pistolet jest groźny, ale człowiek w niego uzbrojony. Dlatego też badania empiryczne przedstawione w dalszej części niniejszej pracy będą skoncentrowane właśnie na państwach, a nie na samych funduszach. W kolejnym podrozdziale zostanie przedstawiona logika konstrukcji tych badań oraz uzasadnienie ich kształtu.

2.7. Wyjaśnienie koncepcji badań empirycznych

Jeśli zgodzimy się, że PFM mogą być wykorzystywane do celów politycznych i mogą generować zagrożenia dla innych aktorów stosunków międzynarodowych, to nasuwa się pytanie o formy politycznego użycia oraz warunki, które muszą być spełnione, aby do takiej sytuacji doszło. Innymi słowy, pytamy, jak i kiedy (w jakich warunkach) fundusz może być wykorzystany przez władze danego kraju jako narzędzie polityczne. Warto zwrócić uwagę, że przy tak postawionych pytaniach nie będziemy badać państwowych funduszy majątkowych jako takich, ale państwa. To one bowiem w określonych okolicznościach będą w stanie użyć PFM w swojej dyplomacji ekonomicznej.

Zmienną zależną w badaniu będzie zatem użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej państwa. Najpierw, na bazie dostępnych przykładów historycznych dotyczących wybranych krajów, spróbujemy odpowiedzieć na pytanie o sposoby wykorzystania PFM w polityce zagranicznej. Następnie zmierzymy się ze znacznie trudniejszym problemem uwarunkowań użycia PFM w polityce zagranicznej.

Na podstawie literatury przedmiotu (Norris, 2016; Shemirani, 2011) zostały wyodrębnione cztery czynniki (zmienne niezależne) mogące mieć wpływ na to, czy dany kraj jest w stanie wykorzystać PFM do działań politycznych na arenie międzynarodowej:

1) poziom kontroli państwa nad PFM,
2) potęga państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych,
3) wielkość zasobów finansowych będących w posiadaniu PFM danego państwa,
4) poziom przejrzystości działań inwestycyjnych PFM.

Przeanalizujemy teraz po kolei wszystkie wymienione cztery czynniki.

Kontrola państwa

Jak udowodnił Norris (2016) na przykładzie Chińskiej Republiki Ludowej, kluczowe znaczenie dla zdolności do użycia PFM jako narzędzia dyplomacji ekonomicznej ma poziom kontroli państwa nad swoim lub swoimi funduszami. Jeśli władze państwowe nie mają prostego przełożenia na decyzje inwestycyjne zarządzających danym funduszem, to użycie go jako narzędzia polityki zagranicznej staje się mało prawdopodobne. Poziom kontroli zależy od kilku czynników (rysunek 2.1) i może się różnić w przypadku różnych funduszy będących własnością danego kraju.

Rysunek 2.1. Warunki kontroli państwa nad państwowymi funduszami majątkowymi

Źródło: opracowanie własne.

Według ustaleń Norrisa kontrola w największym stopniu zależy od jedności państwa (*state unity*), czyli zdolności kraju do działania jak homogeniczny, racjonalny aktor na arenie międzynarodowej. Wszystkie kraje do pewnego stopnia są narażone na wewnętrzne, międzyinstytucjonalne napięcia prowadzące do problemów z określeniem jednolitych celów politycznych lub interesów narodowych. Mogą one wynikać z podziałów politycznych i rywalizacji poszczególnych ośrodków władzy (na przykład kohabitacja prezydenta z rządem reprezentującym inną siłę polityczną) lub z logiki systemu politycznego (na przykład federalnego, w którym regiony dysponują dużą

siłą polityczną i ambicjami prowadzenia samodzielnych działań na arenie międzynarodowej).

Napięcia te prowadzą do osłabienia możliwości prowadzenia przez państwo spójnej polityki. Jeśli są one zbyt silne, to państwo może mieć kłopot ze zdefiniowaniem swoich celów politycznych, nie mówiąc już o zdolności do ich efektywnej realizacji z użyciem narzędzi dyplomacji ekonomicznej, takich jak przedsiębiorstwa państwowe czy fundusze majątkowe. Poziom tej jedności państwa może zmieniać się w czasie, może różnić się w zależności od danego kontekstu. Jeśli jednak czynniki państwowe, w danej sprawie, nie są w stanie osiągnąć konsensu odnośnie do swoich celów strategicznych i metod ich realizacji, to jest bardzo mało prawdopodobne, aby były w stanie skłonić aktorów gospodarczych do działania w jego interesie. Dlatego jedność państwa wydaje się warunkiem kluczowym dla uzyskania kontroli państwa na PFM.

Drugim czynnikiem, który należy wziąć pod uwagę, jest spójność celów pomiędzy państwem a danym aktorem gospodarczym, w naszym przypadku funduszem majątkowym. Każdy fundusz ma mniejszy lub większy poziom autonomii decyzyjnej oraz własne interesy definiowane przez kadrę zarządzającą. Najczęściej może to być chęć osiągnięcia zysków z wejścia kapitałowego na dany rynek, ekspansji w konkretnym sektorze czy zabezpieczenia sobie dostępu do określonych zasobów. Jak przekonuje Norris, jeśli cele danego funduszu pozostają w zgodzie z celami państwa w określonym przypadku, to wtedy prawdopodobieństwo skutecznej kontroli państwowej nad funduszem rośnie. Jeżeli jednak występuje konflikt interesów, to wtedy zarządzający funduszem mogą starać się blokować, wstrzymywać czy wręcz torpedować działania państwa, utrudniając skuteczną kontrolę.

Dalej rozważyć trzeba naturę zależności pomiędzy państwem a funduszem. Co do zasady zależności te sprowadzają się do trzech obszarów: charakteru powiązań własnościowych, wpływu państwa na zarządzanie działalnością funduszu i struktury jego finansowania. Im bardziej bezpośredni jest wpływ państwa w tych obszarach, tym większy będzie poziom kontroli. Oznacza to, że zachowaniu kontroli sprzyjać będzie sytuacja, w której fundusze są bezpośrednią własnością państwa, menedżerowie PFM są bezpośrednio powoływani przez czynniki rządowe, a środki funduszu pochodzą wyłącznie z kasy państwowej. Kontrola będzie natomiast trudniejsza, jeśli pieniędzmi funduszu zarządza zewnętrzna kadra menedżerska lub do tego wynajęty zewnętrzny, komercyjny podmiot.

Czwartym czynnikiem będzie liczba PFM, które podlegają kontroli państwa. Wspomniana już wcześniej teoria agencji mówi nam, że im większa jest liczba agentów, tym trudniej zachować nad nimi kontrolę (Kassim, Menond, 2003). Intuicyjnie wydaje się, że idealny jest układ monopolistyczny, w którym państwo ma do kontroli tylko jedną instytucję. Z drugiej jednak strony, teoria podpowiada, że monopolistyczna lub duopolistyczna struktura rynku może sprawić, że podlegające kontroli instytucje stają się bardzo silne, bardzo autonomiczne i mają zdolności do przeciwstawienia się woli rządu. Dlatego też najbardziej sprzyja kontroli struktura oligopolistyczna, z ograniczoną liczbą aktorów (między trzema a siedmioma), ale nie tak silnych, aby móc skutecznie przeciwstawiać się władzom państwowym.

Ostatnim elementem, który należy wskazać, jest bilans zasobów pomiędzy państwem a podmiotem kontrolowanym. Chodzi między innymi o zasoby ludzkie, wiedzę i dostęp do informacji. Jeśli przewaga występuje po stronie kontrolującego, to kontrola jest skuteczniejsza. Jeśli przewaga jest po stronie kontrolowanego, to jest odwrotnie. Na przykład, jeżeli kadra urzędnicza państwa jest niskiej jakości, a PFM dysponuje świetnie wykształconymi, profesjonalnymi menedżerami, to kontrola nad działaniami PFM może być utrudniona, a stopień jego autonomiczności decyzyjnej będzie większy. Jak jednak przyznaje Norris (2016, s. 223), ten czynnik jest prawdopodobnie najmniej istotny z grupy wszystkich pięciu analizowanych przez niego warunków kontroli państwa[4].

Potęga państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych

Aby prowadzić aktywną dyplomację ekonomiczną, państwo musi mieć odpowiedni poziom ambicji geopolitycznych, które przekładają się na zestaw strategicznych celów państwowych i narzędzi ich realizacji. Składają się one na tzw. *grand strategy*, czyli wieloletnią strategię wykorzystania wszystkich zasobów kraju (politycznych, ekonomicznych, wojskowych i kulturowych) do osiągania określonych celów.

Obecnie rola czynników ekonomicznych w planowaniu strategicznym znacząco wzrosła kosztem czynników militarnych, dlatego państwa są skłonne do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej z wykorzystaniem

4 Badania Norrisa odnosiły się jednak wyłącznie do Chin, zatem na ich podstawie nie można ekstrapolować wniosków w odniesieniu do wszystkich PFM.

wszystkich dostępnych narzędzi. Zasadne jest w tym miejscu pytanie, od czego zależy jednak poziom ambicji geopolitycznych państwa. Realistyczna szkoła stosunków międzynarodowych podpowiada, że od potęgi państwa. Przyjmując założenie, że każdy kraj dąży do wzmacniania swojej pozycji w międzynarodowym układzie sił, do realizacji swoich interesów narodowych oraz zwiększania możliwości wpływu na działania innych państw, wyciągamy wniosek, że każdy kraj chce osiągnąć to samo. Wybór narzędzi osiągania celów jest natomiast motywowany możliwościami państwa, dostępem do określonych zasobów, a nie czynnikami etycznymi czy behawioralnymi (na przykład osobowością przywódcy). Nawet jeśli mają one jakiś wpływ, to marginalny i możliwy do pominięcia w analizie.

Kontynuując to rozumowanie, ambicje geopolityczne państw będą zatem prostą funkcją ich potęgi. Słabe kraje, dysponujące niewielkimi zasobami i możliwościami działania, kierując się racjonalnymi pobudkami, będą ograniczać swoje ambicje geopolityczne i stawiać sobie ograniczone cele. Państwa potężne będą natomiast stawiać sobie ambitne cele i dobierać narzędzia stosownie do tych celów. Odnosząc się do wykorzystania PFM, można założyć, że kraje o statusie mocarstwa będą mieć większą skłonność do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej i wykorzystywania siły gospodarczej w stosunkach międzynarodowych. Z kolei małe i słabe państwa, z niskimi ambicjami politycznymi, będą wykazywać mniejszą skłonność do używania funduszy jako narzędzia dyplomacji.

Oczywiście w tym kontekście wątpliwości będzie budzić pomiar potęgi, który jest trudny ze względu na wielowymiarowy charakter kategorii potęgi. Na potęgę jednostek politycznych składają się różne elementy, między innymi ekonomiczny, militarny i demograficzno-przestrzenny. Ale są to tylko tzw. twarde (materialne) elementy potęgi, obok których funkcjonują również „miękkie" (niematerialne) wymiary potęgi, to jest czynniki polityczne albo moralno-psychologiczne (Sułek, 2010). To wszystko sprawia, że potęgometria, czyli nauka o modelowaniu i pomiarze potęgi, rozwija się prężnie, a naukowcy i rozmaite instytucje publikują wiele rozmaitych rankingów klasyfikujących państwa wedle różnych form ich potęgi. Na potrzeby dokonywania porównań w niniejszej pracy został wybrany *National Power Index*, opracowany przez National Power Project. Jego zaletami jest wieloskładnikowość i kompleksowość oraz fakt, że ranking obejmuje wszystkie kraje świata (National Power Project, 2013).

Zasoby finansowe w dyspozycji państwowych funduszy majątkowych

Trzecim elementem wpływającym na skłonność do używania PFM będą zasoby finansowe będące w dyspozycji funduszy danego państwa. Aby użycie PFM jako narzędzia oddziaływania było skuteczne, to muszą być one znaczące. Jeśli są za niskie, to użycie PFM jako skutecznego instrumentu oddziaływania na otoczenie międzynarodowe nie będzie możliwe. Oczywiście pojęcie „znaczące" jest dość relatywne. W określonym przypadku „znaczący" może być zasób o wartości 300 milionów dolarów, a w innym dopiero kwoty liczone w miliardach. Niemniej jednak wydaje się logiczne przyjęcie założenia, że skala możliwości użycia PFM jako narzędzia dyplomacji będzie rosnąć wraz ze wzrostem środków będących w dyspozycji funduszu.

W tabeli 2.5 przedstawiono dziesięć krajów, które dysponują największymi zasobami finansowymi w ramach swoich PFM. Jak widać, różnice są bardzo znaczące. Na pierwszym miejscu zdecydowanie znajdują się Chiny, z budżetem trzech PFM szacowanym na 1,5 biliona dolarów. Na dalszych miejscach są Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) i Norwegia. Stawkę krajów, które w PFM zgromadziły powyżej 100 miliardów dolarów zamyka Federacja Rosyjska.

Tabela 2.5. Zestawienie krajów posiadających największe zasoby w państwowych funduszach majątkowych (stan na czerwiec 2016 roku)

Lp.	Kraj	Liczba funduszy	Wielkość zasobów (w miliardach dolarów)
1.	Chiny	3	1523,8
2.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	6	1245,6
3.	Norwegia	1	847,6
4.	Arabia Saudyjska	2	758,4
5.	Kuwejt	1	592
6.	Singapur	2	537,6
7.	Hongkong	1	442,4
8.	Katar	1	256
9.	Kazachstan	2	162,1
10.	Rosja	3	152,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie internetowej Sovereign Wealth Fund Institute (http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/).

Takie proste zestawienie liczb może być jednak bardzo mylące, ponieważ rzeczywista wielkość zasobów finansowych, które mogą zostać użyte jako narzędzie dyplomacji ekonomicznej, nie jest prostą sumą zasobów poszczególnych funduszy. Na przykład z trzech chińskich PFM tylko dwa fundusze (SIC i CIC) prowadzą na szerszą skalę inwestycje zagraniczne, ale w przypadku CIC większość środków jest ulokowana na rynku wewnętrznym, przede wszystkim w akcjach chińskich banków. Wynika to z faktu, że fundusz ten, jak chyba większość PFM, realizuje różne cele, w tym dotyczące polityki wewnętrznej. Faktyczna wielkość środków będących w dyspozycji PFM jest więc często znacząco mniejsza niż wynikałoby to z wielkości ich portfelów.

W przypadku Zjednoczonych Emiratów Arabskich problemem będzie rozdrobnienie zasobów na kilka funduszy będących w dyspozycji poszczególnych części składowych państwa, głównie Abu Dhabi i Dubaju. Tak naprawdę nie są one narzędziem państwa, ale władców poszczególnych emiratów. Z drugiej jednak strony, inwestycje funduszy z tego oraz innych krajów Zatoki Perskiej są często łączone z inwestycjami prywatnych środków rodzin panujących, zebranych w często tworzonych *ad hoc* wehikułach inwestycyjnych (Bazoobandi, 2012). Przykładem takich działań jest katarska inwestycja w bank Barclays w 2008 roku. Obok Qatar Holding, spółki zależnej od PFM, w zakup był zaangażowany fundusz Challenger, specjalny wehikuł finansowy będący prywatną własnością premiera i jednocześnie szefa Qatar Investment Authority, szejka Hamada bin Jassim bin Jabr Al-Thaniego. W podobnym układzie były kupowane w 2011 roku udziały w zadłużonych greckich instytucjach finansowych Alpha Bank i Eurobank. Część środków zainwestował fundusz Paramount, „reprezentując interesy najbardziej prominentnej rodziny" (Ulrichsen, 2016, s. 119). Faktyczne możliwości inwestycyjne państw Zatoki Perskiej, a co za tym idzie potencjał dyplomacji ekonomicznej, są więc znacznie większe niż wskazywałaby na to wielkość zasobów oficjalnych PFM.

Wniosek, jaki wypływa z tej analizy dla naszych badań, jest taki, że w przypadku każdego państwa należy dokładnie przeanalizować, jaka jest realna wielkość zasobów będących w dyspozycji funduszu, biorąc poprawkę na rozmaite czynniki, których możemy nie dostrzec, jeśli patrzymy wyłącznie na oficjalne zestawienia pokazujące wielkość aktywów PFM.

Transparentność państwowych funduszy majątkowych

Ostatnią zmienną, jaką wprowadzimy do naszego badania, jest przejrzystość działań PFM. Jak już zostało wykazane w rozdziale pierwszym, działania inwestycyjne funduszy majątkowych są często bardzo mało przejrzyste. Przypomnijmy, że wedle stanu na czerwiec 2016 roku, na dziesięć największych PFM jedynie trzy osiągnęły wynik osiem lub więcej w tzw. indeksie Linaburga i Maduella (szerzej o indeksach przejrzystości PFM była mowa w rozdziale pierwszym). Oznacza to, że zdecydowana większość tych funduszy działa w sposób mało transparentny.

Ten brak przejrzystości działań budzi zaniepokojenie wielu analityków, naukowców i polityków, którzy podejrzewają, że skrywają się za nim różne działania niemotywowane względami komercyjnymi (Hemphill, 2009; Summers, 2007). Idąc dalej tym tokiem rozumowania, można przyjąć założenie, że im większy jest poziom transparentności działań funduszu, tym mniejsze jest prawdopodobieństwo wykorzystania go jako narzędzia politycznego. I odwrotnie, fundusze zarządzane w sposób najmniej przejrzysty powinny być podatne na silne upolitycznienie.

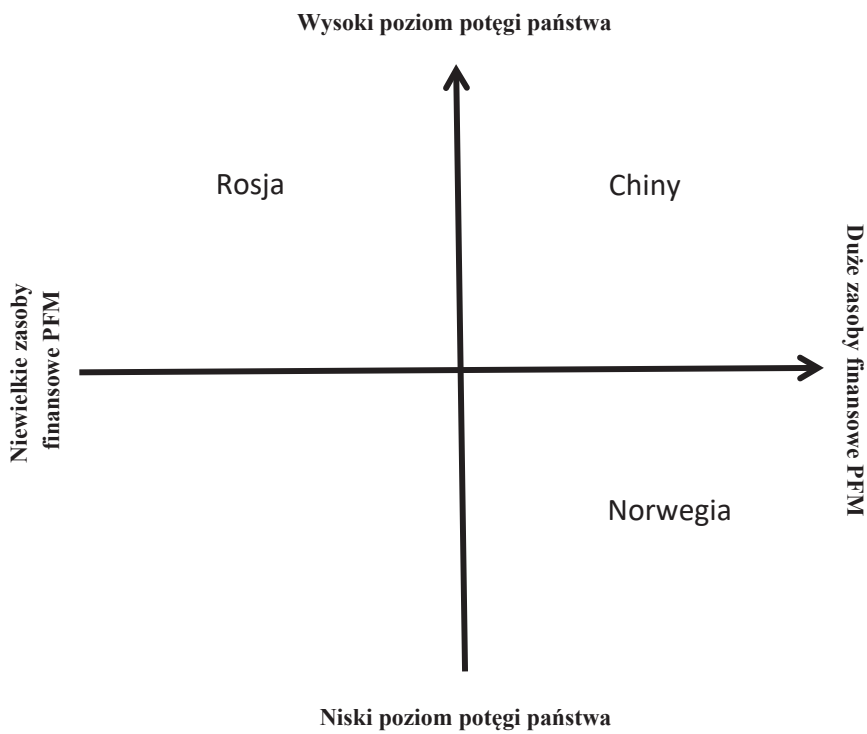
Zaprojektowane badanie ma zatem następujący układ logiczny. Zmienną zależną będzie użycie PFM jako instrumentów dyplomacji ekonomicznej państwa. Jako zmienne niezależne wyróżnimy poziom kontroli władz państwowych nad działaniami funduszu, poziom potęgi i ambicje geopolityczne danego państwa, zasoby finansowe pozostające w dyspozycji PFM oraz poziom transparentności działań inwestycyjnych funduszu. Poprzez analizę wybranych studiów przypadków zostanie zbadany wpływ tych zmiennych niezależnych, które, jak założono, są elementami warunkującymi użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej.

Zasadne jest w tym miejscu opisanie i uzasadnienie wyboru studiów przypadków. Do analizy zostały wybrane trzy kraje, które posiadają PFM, ale w oczywisty sposób różnią się poziomem potęgi, wielkością zasobów będących w dyspozycji PFM, przejrzystością ich działań oraz systemem powiązań między nimi a rządem. Pierwszym krajem będą Chiny, które są mocarstwem z globalnymi ambicjami politycznymi i bardzo dużymi zasobami w dyspozycji PFM (trzy chińskie fundusze są w pierwszej dziesiątce największych PFM). Drugim krajem jest Federacja Rosyjska, która pod rządami Władimira Putina pozostaje mocarstwem regionalnym, ale o bardzo wysokich ambicjach geopolitycznych. Świadczy o tym między innymi agresywna, ekspansywna polityka zagraniczna, którą od lat prowadzi to państwo, nie tylko na obszarze postsowieckim, ale też na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie jednak środki

w dyspozycji rosyjskich PFM są relatywnie niewielkie. Trzecim wybranym krajem jest Norwegia. Norweski fundusz GPFG jest największym funduszem majątkowym na świecie, ale z kolei samo państwo norweskie jest niewielkie i z tej racji powinno mieć ograniczone ambicje polityczne, charakterystyczne dla krajów tej wielkości. W *National Power Index* zajmuje odległe trzydzieste pierwsze miejsce (Chiny są czwarte, a Rosja jest jedenasta).

Na wykresie 2.1 przedstawiono pozycje państw w zależności od dwóch zmiennych niezależnych: poziomu potęgi państwa i wielkości zasobów finansowych w dyspozycji PFM. Wynika z niego wyraźnie, że wybrane studia przypadków lokują się w trzech różnych ćwiartkach układu.

Wykres 2.1. Pozycja analizowanych państw w zależności od poziomu ich potęgi oraz wielkości zasobów finansowych w dyspozycji państwowych funduszy majątkowych

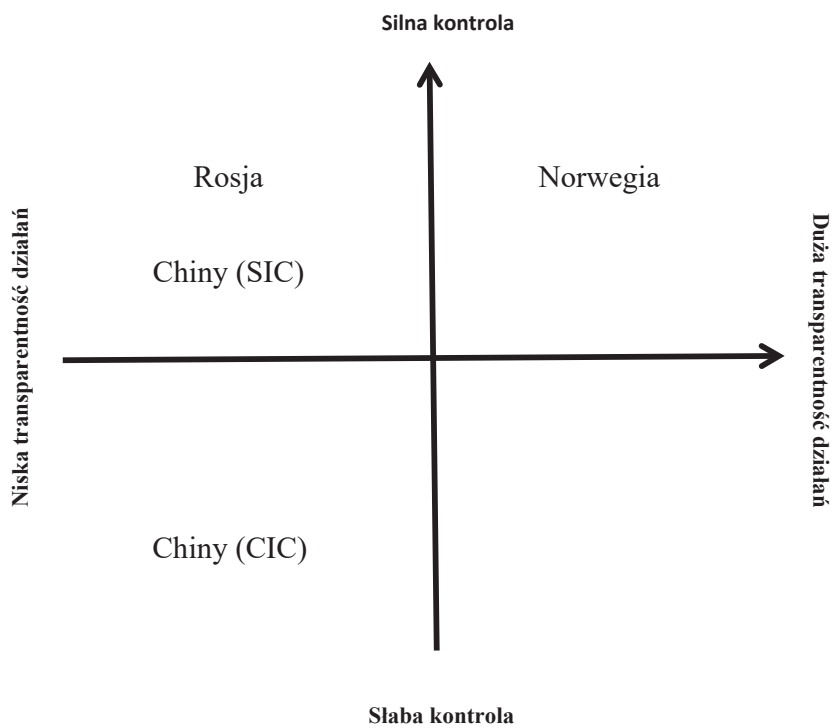


Źródło: opracowanie własne.

Podobnie zróżnicowany rozkład daje zestawienie trzeciej i czwartej zmiennej, czyli kontroli państwa nad działaniami PFM oraz przejrzystości tych działań. I tak Norwegia ma bardzo silną kontrolę parlamentarną nad swoim

funduszem, a jednocześnie osiąga najwyższy, dziesięciopunktowy wynik w rankingu Linaburga-Maduella. Rosja silnie kontroluje swoje fundusze, ale działają one w sposób bardzo mało przejrzysty. Najbardziej skomplikowana jest sytuacja w Chinach, w których stopień kontroli i przejrzystości działań bardzo zależy od danego funduszu majątkowego. Ograniczając rozważania na moment do funduszu China Investment Corporation, czyli flagowego chińskiego PFM, możemy za Norrisem (2016) wskazać, że kontrola państwa jest relatywnie słaba, a fundusz działa mało transparentnie. Z kolei, gdy weźmiemy pod uwagę drugi chiński fundusz SIC, to przy jeszcze niższej przejrzystości działań notujemy relatywnie wysoki poziom kontroli. Rozkład ten obrazuje wykres 2.2.

Wykres 2.2. Pozycja analizowanych państw w zależności od ich kontroli nad działaniami państwowych funduszy majątkowych oraz stopnia przejrzystości działania funduszy



Źródło: opracowanie własne.

Jedną z najważniejszych kwestii w analizie przypadków jest ich porównywalność. Wybór Chin, Rosji i Norwegii, krajów mających relatywnie duże PFM

(w relacji do pozostałych funduszy), to gwarantuje. Jednocześnie jednak potęga tych krajów, pozycja i sposób działania PFM w tych trzech krajach są na tyle różne, że wybrane zmienne niezależne powinny fluktuować, pozwalając na ocenę ich wpływu na zmienną zależną. To pozwala mieć nadzieję na uzyskanie z przeprowadzonej analizy przypadków zadowalających odpowiedzi na zadane pytanie badawcze.

2.8. Konkluzje

W świetle przedstawionych badań z całą pewnością można zaklasyfikować PFM jako instrument dyplomacji ekonomicznej państwa. Mogą służyć państwu w dwojaki sposób: jako środek do zdobywania dostępu do zasobów innych państw oraz jako środek do obrony przed działaniami innych krajów, na przykład przed skutkami potencjalnych sankcji. Do ich analizy warto wykorzystać dorobek teoretyczny dotyczący badań nad użyciem czynników ekonomicznych do osiągania celów polityki zagranicznej (*economic statecraft*).

Charakteryzując podejście badawcze wykorzystane w niniejszej pracy, wskazano, że wpisuje się ono w warunkowy nurt refleksji nad stosowaniem instrumentów ekonomicznych w polityce zagranicznej. Zakłada się zatem, że stosowanie środków ekonomicznych i jego skuteczność są silnie uzależnione od sytuacji międzynarodowej oraz wewnętrznej w danym kraju, czyli od kontekstu. Lokuje to tym samym wybrany nurt rozważań pomiędzy optymistycznym podejściem szkoły liberalnej a sceptyczną postawą realistów marginalizujących znaczenie dyplomacji ekonomicznej i jej instrumentów. Jednocześnie jednak badania są bardzo głęboko zakorzenione w niektórych założeniach neorealistów, w szczególności dotyczących centralnej roli państw jako aktorów w stosunkach międzynarodowych. Autor czyni więc bardzo silne założenie badawcze, mówiące o tym, że fundusze nie są samodzielnymi aktorami na scenie międzynarodowej, ale wyłącznie narzędziami w rękach władz państwowych.

Ponadto z analizy literatury wiadomo, że z uwagi na wielką różnorodność PFM powinno unikać się generalizowania na ich temat. Rola tych funduszy bardzo się bowiem różni w zależności od pozycji państwa będącego ich właścicielem i kontekstu prowadzonych działań inwestycyjnych. To również sprawia, że przedmiotem analizy przypadków będą państwa, a nie cała grupa podmiotów, jaką są fundusze. Wnioski będą dotyczyć natomiast w dużej mierze polityki zagranicznej państw, a nie tylko samych funduszy.

ROZDZIAŁ 3

Państwowe fundusze majątkowe w polityce zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej

3.1. Wprowadzenie

Chińczycy w swojej polityce zagranicznej wykorzystują różne instrumenty i instytucje. W wymiarze ekonomicznym tej polityki można obserwować intensywną ekspansję chińskich przedsiębiorstw na rynkach światowych, połączoną z aktywnym wykorzystaniem rezerw walutowych do inwestycji zagranicznych. Wykorzystywanie przez Chiny podmiotów gospodarczych do realizacji celów polityki zagranicznej państwa, na tle innych instrumentów, zostało szeroko omówione w literaturze naukowej (Norris, 2016), doczekało się również monografii w języku polskim (Pietrasiak i in., 2014). Istotna rola, jaką odgrywają w polityce chińskiej instrumenty ekonomiczne, nie budzi więc wątpliwości (Wocheń, 2012), ale już w kwestii użycia przez władze w Pekinie PFM pierwsze wynik badań politologicznych pojawiły się dopiero niedawno. W żadnym razie też nie można ich uznać za kompleksowe, ponieważ albo dotyczyły jednego tylko funduszu (Blanchard, 2014), albo nie były poparte stosownymi danymi ilościowymi charakteryzującymi inwestycje PFM (Cieślik, 2014; Norris, 2016), albo dotyczyły jednego sektora lub regionu (Kamiński, 2015b; Kamiński, Wiśniewski, 2015).

W niniejszym rozdziale zostanie udzielona odpowiedź na pytanie o rolę PFM w polityce zagranicznej ChRL i jej uwarunkowania, zgodnie z opisaną w poprzednim rozdziale strukturą analizy wybranych przypadków. W pierwszej części rozdziału będą przedstawione chińskie fundusze majątkowe i ich inwestycje. W drugiej zostaną omówione sposoby wykorzystywania przez ChRL funduszy w polityce zagranicznej. Następnie analizie będą poddane cztery wyszczególnione zmienne niezależne, czyli poziom kontroli władz państwowych nad działaniami funduszy chińskich, ambicje geopolityczne ChRL, zasoby finansowe pozostające w dyspozycji chińskich PFM oraz poziom transparentności ich działań inwestycyjnych.

3.2. Jeden fundusz czy wiele? Charakterystyka chińskich państwowych funduszy majątkowych i ich działalności inwestycyjnej

Chińskie PFM zwróciły uwagę światowych elit gospodarczych i politycznych dopiero w 2007 roku. Zareagowały one z dużym niepokojem na wieść o powstaniu funduszu China Investment Corporation (CIC), któremu przekazano w zarząd 200 miliardów dolarów z olbrzymiej chińskiej rezerwy walutowej znacznie przekraczającej wówczas 1,5 biliona dolarów. Pierwszą szeroko komentowaną transakcją był zakup przez Chińczyków pakietu udziałów w Blackstone, amerykańskim funduszu typu *private equity*, o wartości 3 miliardów dolarów. Później nastąpiły kolejne transakcje, bezpośrednio w akcje wybranych firm (na przykład Morgan Stanley, Visa) lub pośrednio, poprzez zakup udziałów w innych funduszach inwestycyjnych. W roku 2016 portfel CIC był szacowany przez SWF Institute już na 813 miliardów dolarów. China Investment Corporation jest zdecydowanie najlepiej zbadanym chińskim funduszem majątkowym. Od momentu ogłoszenia jego powstania stał się on przedmiotem licznych prac badawczych analizujących przyczyny jego stworzenia, cele inwestycyjne i strukturę organizacyjną (Blanchard, 2014; Cai, Clacher, 2009; Ming, Fan, 2009; Thomas, Chen, 2011).

China Investment Corporation wcale jednak nie jest jedyną chińską instytucją finansową, kontrolowaną przez państwo, inwestującą za granicą i działającą jak PFM. Śledztwo dziennikarzy „Financial Timesa" ujawniło w 2008 roku, że SAFE (State Administration of Foreign Exchange), instytucja zarządzająca chińskimi rezerwami walutowymi, już od wielu lat prowadzi transakcje zagraniczne na rynkach kapitałowych przez swoje spółki zależne (Anderlini, 2008). Wykryto istnienie SAFE Investment Company (SIC), działającej od 1997 roku w Hongkongu i posiadającej w portfelu między innymi akcje spółki Total, francuskiego giganta paliwowego. W roku 2016 portfel inwestycyjny SIC był szacowany przez SWF Institute na 474 miliardy dolarów.

Instytucja ta została uznana za kolejny chiński fundusz majątkowy, choć niektórzy naukowcy odmawiają mu tej roli (Blanchard, 2014: Sun i in., 2014), uznając, że SAFE nie spełnia definicji państwowego funduszu majątkowego. Niemniej jednak jest on ujmowany w zdecydowanej większości opracowań (Cieślik, 2014; Kamiński, Wiśniewski, 2015; Norris, 2016) i klasyfikacji

dotyczących funduszy majątkowych (w tym publikowanych przez SWF Institute) z uwagi na fakt, że jego działalność jest niezwykle podobna do innych funduszy (w tym do CIC). Świadczy o tym sposób inwestowania, ale także struktura sektorowa (tabele 3.2 i 3.3 oraz aneks 1). Oba fundusze nabywają zwykle mniejszościowe udziały w spółkach, portfel inwestycyjny jest zdominowany przez dwa sektory (zasoby naturalne i finanse), a niemal całość działalności zagranicznej jest prowadzona na rynkach rozwiniętych. Dodatkowym godnym uwagi elementem uzasadniającym zakwalifikowanie SIC do grona PFM jest też nieformalna rywalizacja pomiędzy funduszami, podsycana przez czynniki rządowe, o czym będzie jeszcze szerzej poniżej (Eaton, Ming, 2010). Dlatego w niniejszej pracy przyjęliśmy jednak podejście stosowane przez większość badaczy, według którego uznajemy SAFE/SIC za PFM, zgodnie z szeroką definicją przedstawioną w rozdziale pierwszym. W celu zachowania klarowności wywodu będziemy też używać zasadniczo akronimu SIC, z pełną świadomością, że część interesujących nas transakcji SAFE przeprowadził z pominięciem swojej spółki córki.

Obok funduszy CIC i SIC inwestycje kapitałowe za granicą prowadzą ponadto National Social Security Fund (NSSF) oraz China-Africa Development Fund (CADF), w którym pośrednio udziały ma też CIC[1]. Możemy zatem mówić, że Chiny kontrolują łącznie aż cztery fundusze majątkowe. A nawet pięć, jeśli doliczymy fundusz z Hongkongu (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio). Sięga on swoją historią aż do 1935 roku, a od roku 1998 prowadzi aktywną politykę inwestycyjną mającą na celu zwiększenie stopy zwrotu z rezerw. Według danych SWF Institute inwestuje on jednak przede wszystkim lokalnie, w akcje spółek notowanych na giełdzie w Hongkongu.

Niewątpliwie jednak fundusze CIC i SIC są największe (sumę ich aktywów szacowano w lutym 2018 roku na około 1,3 biliona dolarów) oraz najmocniej zaangażowane w transakcje zagraniczne (tabela 3.1). National Social Security Fund (NSSF) zakwalifikujemy raczej jako fundusz emerytalny, skoncentrowany niemal wyłącznie na transakcjach krajowych, co z natury rzeczy ogranicza możliwości jego wykorzystania w polityce zagranicznej (Norris, 2016, s. 179–191). China-Africa Development Fund (CADF) z kolei ma do dyspozycji

1 China-Africa Development Fund (CADF) jest własnością China Development Bank, którego z kolei dużym udziałowcem jest Central Huijn, spółka zależna funduszu China Investment Corporation (CIC).

na tyle małe środki, że w porównaniu z funduszami CIC i SIC traci polityczne znaczenie.

Tabela 3.1. Wielkość aktywów chińskich państwowych funduszy majątkowych w lutym 2018 roku (w miliardach dolarów)

Nazwa funduszu	Wartość aktywów
China Investment Corporation	900
SAFE Investment Company	441,4
National Social Security Fund	295
China-Africa Development Fund	5

Źródło: Sovereign Wealth Funds Institute.

Warto też wspomnieć o szybkim wzroście wartości aktywów ulokowanych w obu omawianych funduszach. W 2008 roku CIC dysponował kwotą 200 miliardów dolarów, a SIC 311 miliardów. Cztery lata później CIC miał już portfel o wartości 482 miliardów dolarów, a SIC 567 miliardów dolarów. Wartość aktywów w portfelu SIC w kolejnym czteroletnim okresie przestała rosnąć, a nawet zmalała, natomiast fundusz China Investment Corporation bardzo mocno powiększył swoje aktywa.

Cechą wspólną chińskich funduszy jest niewielka transparentność ich działań. Według wskaźnika Linaburga i Maduella oceniającego przejrzystość działań PFM jedynie CIC można zaklasyfikować jako relatywnie przejrzysty[2]. Niemniej jednak również ten fundusz działa poprzez skomplikowaną strukturę spółek zależnych, która bardzo utrudnia śledzenie jego inwestycji[3]. Szerzej ten problem zostanie przedstawiony poniżej (w podrozdziale 3.6).

Biorąc pod uwagę niewielką przejrzystość inwestycji chińskich PFM, kiedy je analizujemy, nawet opierając się na danych zaczerpniętych z najbardziej kompleksowej bazy transakcji na świecie (*Sovereign Wealth Funds Institute*

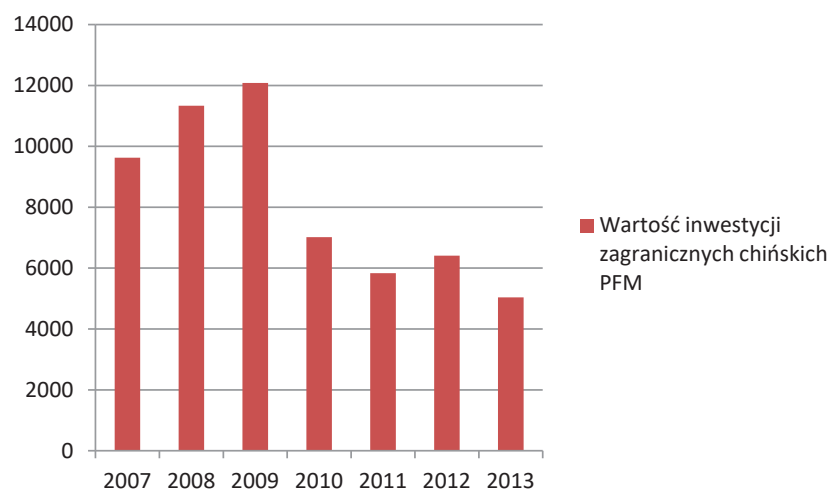
2 Indeks jest wyliczany na podstawie dziesięciu czynników w skali punktowej od zera do dziesięciu. (szerzej www.swfinstitute.org).

3 Na przykład The Central Huijin, spółka zależna od CIC, jest większościowym udziałowcem w China Development Bank – banku odpowiedzialnym za wsparcie dla państwowych przedsiębiorstw, które inwestują za granicą. Tym samym gdy China Development Bank oferuje olbrzymią pożyczkę dla Aluminum Corporation of China na zakup Rio Tinto (globalnej korporacji wydobywczej), to w rzeczywistości inwestorem strategicznym w tej transakcji jest CIC.

Transaction Database), należy zrobić zastrzeżenie, że są one z pewnością niepełne. Mimo to, na podstawie dwustu piętnastu odnotowanych transakcji można pokusić się o sformułowanie pewnych wniosków o ogólnych kierunkach działania chińskich funduszy.

W latach 2007–2013 odnotowano transakcje chińskich PFM o łącznej wartości 57,3 miliarda dolarów, z tego na inwestycje SIC przypada 22,5 miliarda dolarów, a na CIC 34,8 miliarda dolarów. Największe zaangażowanie funduszy było widoczne w czasie światowego kryzysu gospodarczego i bezpośrednio przed nim, czyli w latach 2007–2009 (wykres 3.1). Wtedy chińskie PFM, w przeciwieństwie do większości inwestorów instytucjonalnych, zwiększały, a nie zmniejszały swoje portfele inwestycyjne. W kolejnych latach wartość inwestycji PFM ustabilizowała się na poziomie 5–6 miliardów dolarów rocznie. Nie jest to mała kwota, biorąc pod uwagę, że całkowita wartość chińskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ – z zasady ponad 10% udziału w kupowanej spółce) w roku 2013 wyniosła 107 miliardów dolarów, co stanowiło 23-procentowy wzrost w stosunku do roku poprzedniego (China Statistics Press, 2014). Oznacza to, że choć znaczenie PFM w całości inwestycji chińskich maleje, to jednak wciąż możemy mówić o funduszach jako znaczących inwestorach zagranicznych na tle innych chińskich instytucji.

Wykres 3.1. Wartość inwestycji zagranicznych chińskich państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2013 (w miliardach dolarów)

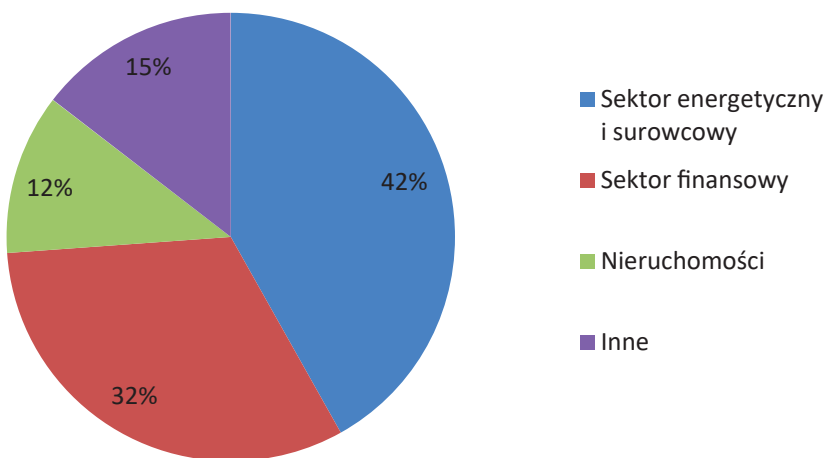


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database* (Sovereign Wealth Funds Institute, 2014).

Analizując sektory, które przyciągnęły najwięcej kapitału chińskich PFM (wykres 3.2), od razu można zauważyć bardzo duże znaczenie sektorów energetycznego i surowcowego, stanowiących aż 42% wszystkich inwestycji. Za nimi jest sektor finansowy, który przyciągnął aż 32% środków inwestowanych przez chińskie PFM.

Łącznie inwestycje tylko w tych sektorach pochłaniają niemal 3/4 całości zaangażowanych środków finansowych. Dowodzi to, że PFM inwestują inaczej niż pozostałe chińskie podmioty. Według danych na koniec 2012 roku chińskie BIZ były skoncentrowane w 90% na sześciu sektorach, ale sektor surowcowy stanowił jedynie 14% inwestycji, a finansowy 18% (China Statistics Press, 2014). Państwowe fundusze majątkowe są zatem znacznie mocniej zaangażowane w obszarze kluczowym dla rozwoju państwa, jakim jest bez wątpienia pozyskiwanie surowców.

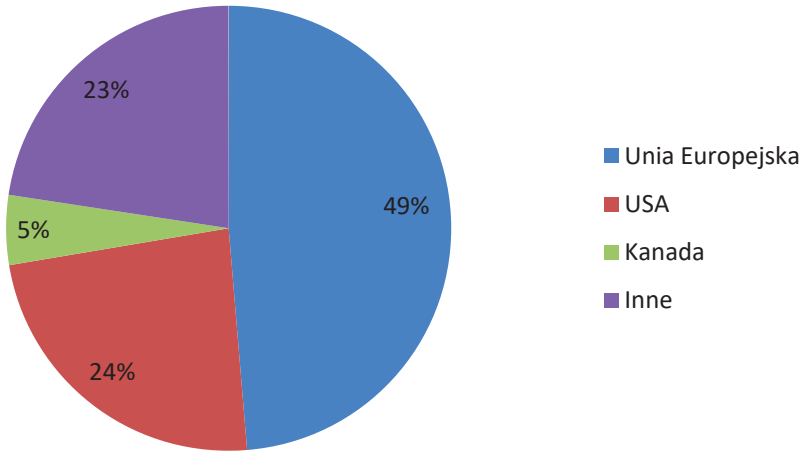
Wykres 3.2. Inwestycje chińskich państwowych funduszy majątkowych w podziale na sektory gospodarki w latach 2007–2013



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database* (Sovereign Wealth Funds Institute, 2014).

Trzecim elementem, który zostanie wzięty pod uwagę w analizie aktywności chińskich PFM, będą kierunki geograficzne inwestycji, w szczególności silna koncentracja na krajach rozwiniętych i całkowite niemal pominięcie Afryki (wykres 3.3). Na tym kontynencie odnotowano zaledwie jedną transakcję, a przecież jest on postrzegany jako jeden z głównych obszarów inwestycyjnych państwowych podmiotów chińskich.

Wykres 3.3. Inwestycje chińskich państwowych funduszy majątkowych w podziale na kierunki geograficzne w latach 2007–2013



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database* (Sovereign Wealth Funds Institute, 2014).

Zdecydowany prym wiedzie Europa, która przyciągnęła niemal połowę wszystkich inwestycji chińskich PFM. Specjalne miejsce zajmuje Wielka Brytania, której rynek kapitałowy jest zdecydowanie najbardziej atrakcyjny dla funduszy. Aż 62% wszystkich omawianych inwestycji w Europie trafiło do Zjednoczonego Królestwa, co można wytłumaczyć dużym i płynnym rynkiem kapitałowym oraz przyjaznym nastawieniem Brytyjczyków. Lou Jiwei, były dyrektor operacyjny CIC, stwierdził nawet, że Wielka Brytania jest najbardziej przyjaznym miejscem dla inwestycji chińskich na świecie (Yang, 2013).

Państwowe fundusze majątkowe są zatem istotnym narzędziem inwestycyjnym Chin. Od pozostałych chińskich inwestorów państwowych odróżnia je duże zainteresowanie sektorem surowcowym oraz koncentracja na rynkach rozwiniętych.

3.3. Od „dyplomacji czekowej" do „soft power" – przykłady wykorzystywania funduszy majątkowych jako instrumentu polityki zagranicznej Chin

Badając wykorzystywanie przez Chiny PFM do celów polityki zagranicznej, możemy wyróżnić cztery podstawowe sposoby. Pierwszy polega na bezpośrednim użyciu funduszy w tzw. dyplomacji czekowej mającej na celu skłonienie

innego państwa do działania zgodnie z interesem Chin za pomocą transferów finansowych. Drugim sposobem jest zwiększanie wpływów Chin w danym państwie i co za tym idzie stworzenie sobie możliwości nacisku poprzez groźbę nagłego wycofania kapitału. Trzecim sposobem jest przejmowanie udziałów w przedsiębiorstwach o strategicznym znaczeniu dla danego państwa, stwarzające możliwość prowadzenia działań wrogich w stosunku do tych podmiotów (na przykład pozyskiwanie tajemnic handlowych). Ostatni sposób to posłużenie się PFM w budowie pozytywnego wizerunku Chin. Prześledźmy na przykładach, jak Chińczycy w praktyce stosują te cztery metody.

Dyplomacja czekowa

Zwyczaj wykorzystywania państwowych podmiotów gospodarczych przez Chiny w dwustronnych stosunkach z innymi państwami jest bardzo dobrze znany. Najlepszym przykładem są wynikające z uzgodnień bilateralnych duże projekty infrastrukturalne związane z pomocą rozwojową dla państw afrykańskich (Góralczyk, 2009). Takie projekty są potem często finansowane przez chińskie banki, a realizowane przez chińskie firmy budowlane. Przedsiębiorstwa, najczęściej państwowe, są tu bezpośrednim wykonawcą woli politycznej rządu, innymi słowy, instrumentem, którego można użyć w negocjacjach z innym państwem, aby nakłonić je do działań zgodnych z wolą Pekinu.

Podobnie mogą być wykorzystywane fundusze majątkowe. Na przykład chiński SAFE podpisał w kwietniu 2007 roku zobowiązanie do zakupu dwuletnich, nisko oprocentowanych (zaledwie 2%, czyli dużo poniżej ówczesnych stawek rynkowych) obligacji rządu Kostaryki o wartości 300 milionów dolarów (w dwóch transzach w styczniu 2008 roku i styczniu 2009 roku). Ponadto Chiny obiecały 130-milionowy pakiet pomocowy, wybudowanie czterdziestotysięcznego stadionu w San Jose, parku naukowo-technologicznego oraz modernizację i rozbudowę kostarykańskiej rafinerii w Moin. Chińska spółka Huawei Technologies Co. Ltd została też wybrana do realizacji kontraktu na budowę sieci telekomunikacyjnej 3G, na Uniwersytecie Kostarykańskim powstał Instytut Konfucjusza, a kostarykańscy oficjele otrzymali prawdopodobnie również określone profity osobiste (Norris, 2016, s. 172–173).

Transakcje te stanowiły cenę za zerwanie przez Kostarykę, po sześćdziesięciu trzech latach, stosunków dyplomatycznych z Tajwanem i nawiązanie ich z ChRL. Tajne porozumienie wyszło na jaw dopiero we wrześniu 2008 roku. Do sprawy dotarła kostarykańska gazeta „La Nación", której publikacja została

jednak wstrzymana przez rząd. Redakcja wygrała ostatecznie sprawę w sądzie, który zezwolił na upublicznienie informacji (*Beijing's shadowy pool for buying up Best assets*, 2008). Był to klasyczny przykład „dyplomacji czekowej", z wykorzystaniem państwowych rezerw walutowych jako jednego z elementów skoordynowanej akcji politycznej mającej na celu przekonanie rządu kostarykańskiego do rezygnacji z uznawania Tajwanu.

Choć od tego czasu nie odnotowano podobnych działań, nie musi to jednak oznaczać, że Chińczycy w ten sposób nie wykorzystywali swoich PFM. Zhang Ming, naukowiec z Chińskiej Akademii Nauk Społecznych, komentując sprawę kostarykańską, stwierdził: „każdy kraj używa swoich zasobów, w tym swoich rezerw walutowych do realizacji działań będących w jego interesie narodowym" (zapis rozmowy z profesorem Ashby Monkiem, https://oxfordswf.wordpress.com). To stwierdzenie bardzo dobrze ilustruje chiński sposób postrzegania rezerw walutowych, a mianowicie jako narzędzia politycznego pozostającego w dyspozycji rządu.

Zwiększanie wpływów

Wyrażane przez wielu obawy o to, że w konsekwencji kryzysu gospodarczego niektóre kraje, w tym europejskie, znajdą się „w kieszeni" Chińczyków, okazały się przesadzone (Kamiński, 2013, s. 58–68). Nie ulega jednak wątpliwości, że pozycja Chin wobec Unii Europejskiej, Stanów Zjednoczonych czy Rosji bardzo poprawiła się w ostatnich latach, w czym PFM miały swój udział.

Jak już wspomniano, (wykres 3.1), chińskie fundusze majątkowe, wykorzystując spadki cen na giełdach światowych, zintensyfikowały swoje działania. W niektórych krajach stały się dzięki temu tak ważnymi inwestorami, że w warunkach kryzysu potencjalne wycofanie przez nie zainwestowanego kapitału zaczęło być postrzegane jako groźne.

W szczególności w Stanach Zjednoczonych rosnące zależności od Pekinu były oceniane jako niebezpieczne. Alan Tonelson, występując przed komisją amerykańskiego Kongresu, powiedział: „Jeśli, na przykład rząd chiński przejmie istotną część udziałów w amerykańskich instytucjach finansowych, mających duże znaczenie dla całego rynku, i jeśli czas kryzysu w naszym kraju będzie się przedłużał, to jak Waszyngton zareaguje na kolejny kryzys w Cieśninie Tajwańskiej?" (Drezner, 2008). Trudno nie zgodzić się z amerykańskim analitykiem, że rosnące uzależnienie od chińskiego kapitału z pewnością będzie musiało być brane pod uwagę w decyzjach Waszyngtonu podczas kryzysów politycznych.

Doświadczenie uczy, że Pekin nie zawaha się przed użyciem „groźby wycofania kapitału" jako narzędzia politycznego. Przykładem niech będzie spotkanie państw grupy G20 w koreańskim mieście Busan w 2010 roku. Oprócz rozmów przywódców doszło wtedy również do spotkań przedstawicieli zarówno organów unijnych, jak i azjatyckich rządów oraz instytucji finansowych, w tym oczywiście chińskich PFM. W czasie rozmów azjatyccy finansiści zagrozili, że zredukują zaangażowanie inwestycyjne i ograniczą przyszłe zakupy denominowanych w euro papierów wartościowych, jeśli Unia Europejska natychmiast nie podejmie działań ratunkowych dla zagrożonego sektora bankowego. Miało to piorunujący efekt, gdyż żaden z europejskich przywódców nie chciał pogarszać i tak już złej sytuacji na rynku finansowym. Dlatego zgodzili się oni na wykonanie „stres-testów bankowych", do czego od dawna bezskutecznie namawiał ich amerykański sekretarz skarbu Tim Geithner. Według relacji jednego z uczestników rozmów, to głos Azjatów był decydujący, a nie „cokolwiek, co powiedział nam Tim Geithner" (Tett, 2010). Ten przykład jasno obrazuje polityczne konsekwencje rosnącej obecności inwestorów azjatyckich, w tym chińskich PFM, na rynkach krajów rozwiniętych.

Przejmowanie udziałów w przedsiębiorstwach o strategicznym znaczeniu

Między PFM a menedżerami przejmowanych przedsiębiorstw oraz rządami krajów, z których te przedsiębiorstwa pochodzą, może występować naturalny konflikt interesów wynikający z rozbieżnych celów. Łatwo wyobrazić sobie sytuację, w której rząd wykorzystuje inwestycję funduszu do zdobycia wpływu na zarządzanie interesującym go podmiotem zagranicznym tylko po to, aby przekazać jego tajemnice handlowe krajowej konkurencji. Z punktu widzenia państwa inwestora ewentualna strata inwestycyjna funduszu zostanie odrobiona przez rosnący zysk rodzimego przedsiębiorstwa. Oprócz takiego przemysłowego szpiegostwa możliwe są i inne nieprzyjazne działania, na przykład o charakterze sabotażowym. W szczególności, jeśli w rękach obcego państwa znajdują się obiekty należące do tzw. infrastruktury krytycznej, czyli na przykład wodociągi czy elektrownie.

Oczywiście samo posiadanie pakietu akcji nie powoduje zagrożenia. Niebezpieczeństwo pojawia się dopiero wtedy, gdy współwłaściciel zyskuje wpływ na zarządzanie spółką i dostęp do jej tajemnic. Najczęściej dzieje się tak, gdy udziałowiec zgromadzi dostatecznie dużo akcji, aby otrzymać prawo

do nominacji członków zarządu przedsiębiorstwa, którzy z racji pełnionej funkcji mają w zasadzie nieograniczony dostęp do wszystkich informacji na temat spółki. Dyrektorzy wykonawczy informują ich regularnie o takich aspektach działalności, jak wprowadzanie nowych produktów, napotkane trudności, realizowane marże, występujące zagrożenia (środowiskowe, ludzkie, finansowe) itp. Informacje te mają poufny charakter i dużą wartość dla konkurentów.

Chiny przez swoje PFM są współwłaścicielami wielu spółek o znaczeniu strategicznym (tabela 3.2). Obok wspomnianej już francuskiej spółki Total można wymienić jeszcze na przykład londyńskie wodociągi. W styczniu 2012 roku fundusz CIC kupił niemal 10% udziałów w firmie kontrolującej Thames Water, największego dostawcę wody w Wielkiej Brytanii, który obsługuje czternaście milinów konsumentów, między innymi w Londynie (*China wealth fund buys nearly 9% of Thames Water*, 2012).

Tabela 3.2. Największe odnotowane transakcje chińskich państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2014 (w miliardach dolarów)

Rok	Państwo	Nazwa nabywanej firmy	Inwestor	Wartość
2007	Stany Zjednoczone	Morgan Stanley	CIC	5,579
2011	Francja	Exploration & Production Division of GDF SUEZ (GDF SUEZ E&P)	CIC	3,273
2007	Stany Zjednoczone	Blackstone Group LP	CIC	3,000
2008	Francja	Total SA	SAFE	2,800
2009	Indonezja	PT Bumi Resources Tbk	CIC	1,900
2014	Włochy	Eni SpA	SAFE	1,880
2009	Wielka Brytania	HSBC Holdings Plc	SAFE	1,766
2010	Stany Zjednoczone	AES Corporation	CIC	1,581
2009	Kanada	Teck Resources Limited	CIC	1,500
2008	Holandia	Royal Dutch Shell Plc	SAFE	1,366

Źródło: opracowanie własne.

Mimo że kierownictwo China Investment Corporation wielokrotnie powtarzało, że fundusz jest zainteresowany nabywaniem jedynie niewielkich pakietów akcji oraz pasywnym inwestowaniem, bez wpływu na zarządzanie

spółkami, to fakty temu przeczą (Koch-Weser, Hacke, 2013). Po pierwsze, analizując listę transakcji (aneks 1), można wskazać ponad dwadzieścia inwestycji, w których fundusz zakupił ponad 10% udziałów, a także co najmniej kilka spółek w sektorach uznawanych za wrażliwe, w których nominował on swoich przedstawicieli do zarządów.

Przykładem jest AEC Corporation, działająca globalnie spółka energetyczna. Fundusz CIC nominował do zarządu Zhanga Guobao, wysokiego rangą urzędnika państwowego, który wcześniej był wiceprzewodniczącym Narodowej Komisji Rozwoju i Reform (NDRC), głównej chińskiej agencji planistycznej (Koch-Weser, Hacke, 20134). Przeświadczenie o politycznych motywacjach stojących za tą nominacją nasuwa się samo.

Innymi podmiotami, w których fundusz CIC miał lub ma swoich przedstawicieli w zarządzie, są między innymi Canadian Teck Resources (największa kanadyjska spółka surowcowa), GDF SUEZ E&P (spółka wydobywcza), Shanduka Group (holding posiadający między innymi kopalnie) i Heathrow Ltd (operator największego londyńskiego lotniska). Nawet jeśli nikt nigdy nie udowodnił przedstawicielom chińskich inwestorów działania na szkodę tych spółek, to jednak można wskazać bardzo wyraźnie pole do konfliktu interesów.

Budowa pozytywnego wizerunku Chin

W czasach kryzysu pogrążone w kłopotach finansowych kraje i przedsiębiorstwa widziały w Chinach potencjalnego inwestora, który dysponuje dużymi zasobami gotówki i może zaoferować pomoc. Dla dyplomacji publicznej Chin z kolei bardzo korzystne jest sugerowanie, że są one możliwym ratownikiem (Godemont, Parello-Plesner, 2011). Ostatni kryzys gospodarczy pokazał, jak za pomocą PFM Pekin zręcznie budował wizerunek „dobroczyńcy", niekoniecznie realnie angażując się w ratowanie dotkniętych kryzysem krajów.

Niewielka transparentność działań PFM sprawia, że są one idealnym do tego narzędziem, gdyż składane przez nie obietnice trudno potem zweryfikować. Dlatego też Chińczycy obiecywali chętnie i dużo. Można wręcz powiedzieć, że od 2010 roku prowadzili swoistą „dyplomację obligacji" w postaci ponawianych zapowiedzi zakupu papierów dłużnych wyemitowanych przez pogrążone w kryzysie kraje europejskie, takie jak Hiszpania, Grecja, Irlandia czy Portugalia.

Na przykład w styczniu 2011 roku entuzjastycznie witany w Hiszpanii ówczesny wicepremier Li Keqiang obiecał zakup hiszpańskich obligacji o wartości

6 miliardów euro. Trudno stwierdzić, czy obietnica ta została dotrzymana (Otero-Iglesias, 2014). Nawet jeśli tak się stało, to zakup stanowiłby mało znaczącą (około 1%) część ówczesnego długu publicznego Hiszpanii. Zbyt małą, by miała ona istotne znaczenie dla finansów publicznych państwa.

Równie ciepło zareagowano w Unii Europejskiej w kwietniu 2011 roku, gdy ówczesny szef China Investment Corporation Lou Jiwei zapewnił, że fundusz będzie „kontynuować inwestycje w Europie" (*China backs Europe amid debt crisis*, 2011). Nikomu nie przeszkadzało, że nie podano żadnych szczegółów dotyczących skali tych planowanych zakupów. Podobnie jak w przypadku premiera Li Keqianga ważna była sama deklaracja.

Jeszcze innym przykładem mogą być słowa Gao Xiqinga, wiceprzewodniczącego CIC, który oświadczył w 2013 roku, uczestnicząc w konferencji w Polsce, że jego fundusz zainwestował już w naszym kraju około miliarda dolarów (Rożyński, 2013). Wzbudziło to dość duże wątpliwości, ponieważ w tamtym okresie żadna transakcja CIC w Polsce nie została odnotowana (Wiśniewski i in., 2015). Nawet biorąc pod uwagę małą przejrzystość działań PFM, trudno przypuszczać, że tej wielkości inwestycje mogły zostać zupełnie niezauważone. Nie można było jednak tego całkowicie wykluczyć, więc słowa Chińczyka są przywoływane w różnych kontekstach i kreują, prawdopodobnie fałszywy, ale zgodny z interesem chińskim, obraz rzeczywistości.

Warto też podkreślić, że politycy europejscy, którzy pierwotnie byli bardzo sceptycznie nastawieni do inwestycji PFM, pod wpływem trudnej sytuacji gospodarczej w czasie kryzysu radykalnie zmienili swoje stanowisko. Szukając inwestorów dla borykających się z problemami finansowymi przedsiębiorstw, prosili oni Chińczyków o wsparcie. Wspominaliśmy już o włoskim ministrze finansów Giulio Tremontim, który apelował do szefa CIC o dokonanie „istotnych" inwestycji w strategiczne przedsiębiorstwa Italii, mimo że niewiele wcześniej nazywał działania Chińczyków „odwróconą kolonizacją Europy", do której nie można dopuścić (Dinmore, 2011). Podobnie postępowali przedstawiciele rządów Hiszpanii, Grecji i innych krajów dotkniętych kryzysem. Do Pekinu pojechał też w październiku 2011 roku Klaus Regling, szef European Financial Stability Facility (EFSF), specjalnego funduszu ratunkowego dla gospodarek europejskich. Również on prosił władze chińskie o wkład do funduszu. Strona chińska odpowiadała na te apele z reguły pozytywnie, odpowiednio je nagłaśniając i wykorzystując na potrzeby polityki wewnętrznej i zagranicznej.

3.4. Kontrolowana konkurencja

Treścią tej części rozdziału będzie analiza wybranych czynników (zmiennych niezależnych) mogących mieć wpływ na to, czy i w jakim zakresie Chiny są w stanie wykorzystać PFM do działań politycznych na arenie międzynarodowej. Przypomnijmy, że w rozdziale drugim zostały wyszczególnione cztery takie czynniki:

1) poziom kontroli państwa nad PFM,
2) potęga państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych,
3) wielkość zasobów finansowych będących w posiadaniu PFM danego państwa oraz
4) poziom przejrzystości działań inwestycyjnych.

Pierwszą z analizowanych zmiennych jest poziom kontroli państwa nad PFM. Wyróżniliśmy pięć czynników decydujących o charakterze tej zależności:

1) jedność państwa,
2) spójność celów pomiędzy państwem a funduszami majątkowymi,
3) naturę zależności pomiędzy państwem a funduszem (powiązania własnościowe, wpływ państwa na zarządzanie działalnością funduszu i struktura jego finansowania),
4) liczbę PFM, które podlegają kontroli państwa,
5) bilans zasobów pomiędzy państwem a funduszami.

W literaturze toczy się dyskusja odnośnie do jedności państwa chińskiego, czyli zdolności do działania jak homogeniczny, racjonalny aktor na arenie międzynarodowej. Niektórzy realiści robią takie założenie *a priori*, ale należy mieć świadomość, że nie jest to jedyne możliwe spojrzenie na ten problem. W szczególności jest rozważane zagadnienie istnienia długofalowej strategii (*grand strategy*), której byłyby podporządkowane wszystkie działania polityczne, wojskowe i ekonomiczne w ramach polityki zagranicznej (Goldstein, 2005; Shambaugh, 2012; Swaine, 2000; Wang, 2011). Poza tym toczą się dyskusje, jaka jest ona w rzeczywistości w przypadku ChRL (Cui, 2012; Mingjiang, Gang, 2010).

Wydaje się jednak, sprowadzając dyskusję do kwestii zdefiniowania kluczowych interesów państwa chińskiego, że istnieje generalny konsens co do podstawowego zestawu celów politycznych realizowanych przez Chiny na arenie międzynarodowej. Wydaje się, że trzy elementy zdecydowanie wybijają się na pierwszy plan: utrzymanie suwerenności i integralności terytorialnej, bezpieczeństwo energetyczne oraz utrzymanie szybkiego rozwoju

gospodarczego (Kamiński, 2014). Ponadto nie ulega wątpliwości, że interesy te były, są i w przewidywalnej przyszłości będą definiowane przez kierownictwo Komunistycznej Partii Chin, przez co możemy mówić o daleko idącym utożsamieniu państwa i partii, w którym to pierwsze dostarcza instytucjonalne mechanizmy, a ta druga wypełnia je polityczną treścią (Cheng. 2010).

Partia chińska nie jest jednak monolitem i występują w niej rozmaite tarcia, które mają wpływ na ostateczny kształt polityki państwa. Pierwszy rodzaj tarć wynika z różnic ideologicznych pomiędzy frakcjami w partii, które są budowane wokół wspólnie wyznawanych wartości (na przykład „nowa lewica") albo powiązań towarzyskich i rodzinnych (na przykład „klika szanghajska", „książęta"). Szerzej o tych fascynujących podziałach w monolitycznej na pierwszy rzut oka partii pisał w książce *What Does China Think?* Mark Leonard (2008).

Drugi rodzaj podziałów wynika z naturalnie występującej w każdym państwie rywalizacji międzyinstytucjonalnej. I tak na przykład Ministerstwo Finansów rywalizuje z Narodową Komisją ds. Reform i Rozwoju (National Development and Reform Commission) o kontrolę nad procesem reform gospodarczych. Analogicznie kierownictwo SIC będzie rywalizowało z zarządem CIC w ramach rywalizacji pomiędzy Ludowym Bankiem Chińskim a Ministerstwem Finansów[4].

Na podziały frakcyjne nakładają się też różnice poglądów w kolektywnym przecież kierownictwie Komunistycznej Partii Chin. Z jednej strony, sekretarz generalny jest zmuszony do konsultacji i szukania porozumienia z członkami Biura Politycznego, Rady Państwa czy Centralnej Komisji Wojskowej, którzy reprezentują różne wewnętrzne grupy interesów. Z drugiej strony, w hierarchicznym systemie chińskiej władzy osobista pozycja lidera partii ma decydujące znaczenie dla ostatecznego kierunku podejmowanych działań.

Oczywiście ta jedność i kontrola przywódcy mają swoje ograniczenia i są w oczywisty sposób niepełne. Norris (2016, s. 50) celnie zwraca uwagę na coraz większy stopień skomplikowania mechanizmów rządzenia krajem, konieczność analizowania coraz większej liczby informacji, coraz szybciej napływających. Liderzy, mierzący się z tą „tyranią czasu", są zmuszani

4 Te dwa podziały oczywiście nakładają się na siebie. I tak na przykład „klika szanghajska" może być bardzo silnie reprezentowana w Ministerstwie Finansów, z kolei Ministerstwo ds. Przemysłu i Technologii Informatycznych może być zdominowane przez Komunistyczną Ligę Młodych (Communist Youth League).

do delegowania coraz większej liczby decyzji na niższe szczeble w hierarchii władzy. To z kolei zmniejsza ich osobistą kontrolę nad procesami zachodzącymi w państwie.

Biorąc pod uwagę wymienione powyżej czynniki, a także analizując pozycję przywódców chińskich w omawianym w książce okresie, możemy jednakże stwierdzić, że zarówno pozycja Hu Jintao, jak i tym bardziej Xi Jinpinga, były bardzo silne, a zachowanie Chin na arenie międzynarodowej można zakwalifikować jako racjonalne i wykazujące jedność państwa. Mimo wszystkich czynników osłabiających jedność państwa, było widać ją zarówno w warstwie materialnej (faktyczne działania), jak i retorycznej, co opisywał Dominik Mierzejewski (2013) w książce poświęconej retoryce w chińskiej polityce zagranicznej.

Drugim analizowanym elementem warunkującym kontrolę państwa nad PFM będzie spójność celów pomiędzy państwem a funduszami majątkowymi. W przypadku funduszu SIC jest to niezmiernie trudne, ponieważ fundusz nie określa oficjalnie swoich celów (nie ma nawet strony internetowej!). Skoro cele SIC nie są publicznie przedstawione, badacze próbują je wywnioskować z dostępnych danych dotyczących inwestycji oraz nielicznych ujawnionych dokumentów spółki. Na przykład w ulotce informującej o wolnych miejscach pracy, przygotowanej przy okazji targów pracy organizowanych w Hongkongu w dniach 26–29 stycznia 2016 roku, znalazła się informacja, że: „Naszą misją jest zachowanie i zwiększenie siły nabywczej zagranicznych rezerw walutowych SAFE”[5]. Ponadto z ulotki można wyczytać, że spółka inwestuje w trzydziestu krajach, co jest ciekawą informacją w świetle danych SWF Institute pokazujących znacznie mniejszą ich liczbę (SAFE Investment Company, 2016).

Wydaje się, że SIC, jako inwestycyjne ramię instytucji odpowiedzialnej za zarządzanie rezerwami walutowymi Chin, będzie starać się dywersyfikować sposób alokacji chińskich oszczędności i zwiększać stopę zwrotu z kapitału. Teoretycznie powinny być to podstawowe cele funduszu. Jednocześnie jednak, jak sugeruje Norris (2016, s. 175), pojawienie się CIC zmniejszyło

5 Oryginalny cytat to: „Our mission statement is to preserve and enhance the purchasing power of the foreign exchange reserves of the State Administration of Foreign Exchange”. Ponadto w ulotce został zaprezentowany zestaw kluczowych wartości, którymi kieruje się fundusz: dyscyplina, przedsiębiorczość, poświęcenie i współpraca (*discipline*, *enterprise*, *dedication* and *cooperation*).

poziom niezależności menedżerów funduszu i silniej powiązało jego działalność z celami strategicznymi państwa na arenie międzynarodowej. To z kolei może wskazywać na większą dyspozycyjność polityczną SIC.

Fundusz CIC jest niewątpliwie najbardziej „komercyjnym" przedsięwzięciem spośród chińskich PFM. Jest to „flagowa" instytucja, w przeciwieństwie do SIC oficjalnie wskazana przez władzę jako PFM. Jej oficjalny mandat, ujawniany w dorocznych raportach, jest bardzo silnie ukierunkowany na maksymalizację stopy zwrotu z inwestycji i dywersyfikację chińskich rezerw walutowych. Teoretycznie nie jest to zatem instytucja będąca instrumentem realizacji strategicznych celów politycznych państwa. Jednakże analiza realnych działań funduszu wskazuje na coś innego.

Fundusz CIC bardzo silnie zaangażował się w dofinansowanie dotkniętych kryzysem chińskich instytucji finansowych, stając się narzędziem wewnętrznej polityki gospodarczej i działając ewidentnie na życzenie czynników państwowych. Podobnie w swojej działalności zagranicznej, oprócz inwestycji faktycznie ukierunkowanych na zysk można wyraźnie wskazać inwestycje o charakterze strategicznym. Dowodem na to (tabela 3.3) jest silna koncentracja na niezwykle ważnym dla Chin sektorze energetycznym i materiałowym (aż 43% ogółu inwestycji), ale także wspólne przedsięwzięcia z partnerami rosyjskimi: nawiązanie współpracy z rosyjskim państwowym funduszem majątkowym Russian Direct Investment Fund (RDIF) i stworzenie The Russia-China Investment Fund (RCIF). O politycznym charakterze tego projektu świadczy podpisanie umowy w obecności prezydentów Władimira Putina oraz Hu Jintao 5 czerwca 2012 roku, a także zakres współpracy: miała być ona skoncentrowana na strategicznych inwestycjach na rosyjskim Dalekim Wschodzie (*Russian Direct Investment Fund: RDIF and CIC Launch Russia-China Investment Fund*, 2012).

Tabela 3.3. Inwestycje CIC i SIC w podziale sektorowym (w procentach)

Sektor	CIC	SIC
Sektor energetyczny i materiałowy	43	39
Sektor finansowy	32	30
Nieruchomości	13	8
Inne	12	23

Źródło: opracowanie własne.

Z oczywistych przyczyn te politycznie motywowane działania nie muszą być zgodne z oficjalnie deklarowanym celem w postaci maksymalizacji zysków. Prowadzi to zatem do konkluzji, że w przypadku funduszu CIC mamy do czynienia z przywoływaną już wcześniej (Murphy, 2012), typową dla działania PFM, zasadą „podwójnego dna". Mówi ona o tym, że polityka inwestycyjna każdego funduszu jest zawsze wypadkową dwóch czynników: chęci osiągnięcia finansowego zysku oraz chęci osiągnięcia politycznych lub strategicznych korzyści dla państwa. Oczywiście znaczenie tych dwóch czynników może zmieniać się w czasie. Według Norrisa (2016, s. 213) z biegiem czasu fundusz CIC skonsolidował się i umocnił swoją komercyjną rolę, co może osłabiać rolę czynnika politycznego w jego codziennych działaniach na rzecz właśnie interesów finansowych.

Podsumowując powyższe rozważania na temat stopnia zbieżności celów chińskich PFM z celami państwa, należy zaznaczyć, że mimo naturalnych różnic między celami politycznymi a interesami komercyjnymi, władza jest w stanie zapewnić spójność działań lub może po prostu narzucić swoją wolę. Badania wyraźnie wskazują, że PFM są narzędziem do realizacji strategii *Go Global* (Cieślik, 2014) oraz zapewnienia Chinom bezpieczeństwa energetycznego (Kamiński, 2017).

Trzecim czynnikiem, który przeanalizujemy, będzie natura zależności pomiędzy państwem a funduszami chińskimi, a w szczególności powiązania własnościowe, wpływ państwa na zarządzanie działalnością funduszy i struktura ich finansowania.

W przypadku funduszu SIC zależność od czynników państwowych jest bardzo silna. Fundusz jest inwestycyjnym ramieniem SAFE, instytucji podległej Radzie Państwa, a bezpośrednio Ludowemu Bankowi Chińskiemu (People's Bank of China), pełniącego w Chinach funkcję banku centralnego. Inwestycje zagraniczne są jedynie częścią zadań SAFE, która to instytucja koncentruje się przede wszystkim na zarządzaniu rezerwami walutowymi, monitorowaniu bilansu płatniczego oraz transakcji walutowych w Chinach (Shen, 2010). Szefem SAFE jest osoba w randze wiceministra, osoby na stanowiskach menedżerskich są rekrutowane przez Departament Organizacyjny Komunistycznej Partii Chin. To jest swoisty „dział HR" partii, instytucja mającą zapewnić wysoką jakość kadr dla administracji i firm państwowych. Oznacza to, że kierownictwo SAFE jest w pełni zależne od Komunistycznej Partii Chin.

Odnośnie do samego, zarejestrowanego w Hongkongu, SAFE Investment Company wiemy bardzo niewiele (Martin, 2008). Jak już wspomniano, fundusz nie ma strony internetowej, nie upublicznia również raportów ze swojej działalności. Nie do końca wiadomo też, jaki poziom autonomii ma ta instytucja wobec centrali SAFE, ale z całą pewnością ma zapewniony duży poziom dyskrecji wobec działań inwestycyjnych (Wu i in., 2013). Nie wiadomo więc, jaką część swoich inwestycji zagranicznych SAFE prowadzi poprzez fundusz SIC.

Nie ulega jednak wątpliwości charakter polityczny przynajmniej części działań inwestycyjnych. Jak pokazał omawiany przykład kostarykański, SAFE jest praktycznie wykorzystywany przez rząd chiński jako narzędzie „dyplomacji czekowej". W kontekście tego, że jest częścią administracji publicznej, instytucją w całości finansowaną przez rząd i zarządzaną przez partyjnych nominatów, nie powinno to dziwić.

China Investment Corporation jest również instytucją bardzo silnie powiązaną z rządem, ale natura tych powiązań jest nieco inna niż w przypadku omówionym powyżej. Po pierwsze, fundusz CIC jest instytucją zdominowaną przez Ministerstwo Finansów, poprzez fakt, że wiele stanowisk kierowniczych obsadzają dawni urzędnicy ministerialni. Wynika to z tego, że powstanie CIC było efektem konfliktu wewnątrz chińskiego establishmentu o sposób zarządzania rezerwami walutowymi oraz kontrolę nad sektorem bankowym (Eaton, Ming, 2010, s. 492–494). Konserwatywny sposób zarządzania, skoncentrowany na inwestowaniu w amerykańskie papiery dłużne, promowany przez bank centralny i realizowany przez SAFE, był ostro krytykowany przez Ministerstwo Finansów. Domagało się ono większej dywersyfikacji zasobów i zwiększenia stopy zwrotu oraz dokapitalizowania chińskiego sektora bankowego, co było kluczowe dla utrzymania odpowiedniego poziomu inwestycji wewnętrznych. W rezultacie tego sporu ministerstwo doprowadziło do wydzielenia z rezerw części środków, początkowo 200 miliardów dolarów, które stały się kapitałem początkowym CIC (Eaton, Ming, 2010; Zięba, 2007). Od tego czasu Ministerstwo Finansów stara się utrzymać wpływy w funduszu, wygrywając póki co nieformalną rywalizację o nie z bankiem centralnym.

Na czele funduszu CIC stoi Rada Dyrektorów, która przekazuje raporty bezpośrednio do Rady Państwa. Prezesa i wiceprezesa funduszu wskazuje również Rada Państwa, która musi zaaprobować ponadto nominacje pięciu

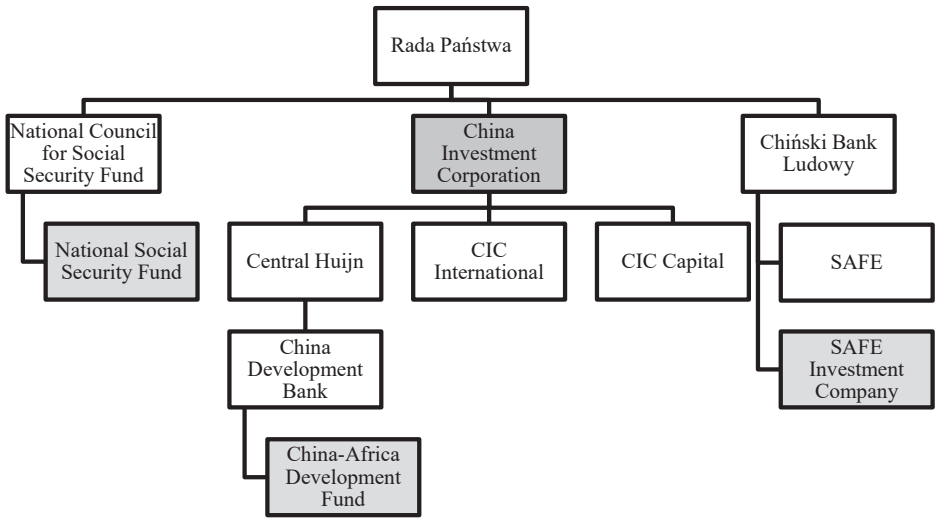
tzw. dyrektorów nieoperacyjnych (*non-executive*)[6] mianowanych odpowiednio przez Narodową Komisję ds. Rozwoju i Reform, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Handlu, Chiński Bank Ludowy oraz SAFE. Struktura organizacyjna Rady Dyrektorów wskazuje na silną dywersyfikację wpływów różnych instytucji, co nie jest do końca prawdą. O tym, jak silne są wpływy Ministerstwa Finansów, może świadczyć fakt, że zapewniło ono sobie prawo do nominacji szefa funduszu. Jak do tej pory, wszyscy prezesi CIC byli dawnymi pracownikami ministerstwa (Norris, 2016, s. 196).

Na marginesie tych rozważań warto również zwrócić uwagę na brak powiązań administracyjnych chińskich PFM z Ministerstwem Spraw Zagranicznych ChRL. Użycie CIC, podobnie zresztą jak SIC, do realizacji celów polityki zagranicznej nie będzie przebiegać na zasadach prostej podległości ministerstwu, a raczej Radzie Państwa, jako centralnemu ośrodkowi decyzyjnemu. Co więcej, w obu przypadkach duże wpływy Ministerstwa Finansów (CIC) oraz banku centralnego (SAFE) mogą wskazywać raczej na istnienie silnej presji w kierunku angażowania funduszów do celów wewnętrznej polityki ekonomicznej, a nie zagranicznej.

W praktyce, na przykładzie funduszu CIC, można wykazać, że PFM służą do realizacji obydwu celów. Widać to wyraźnie po zreformowanej w 2011 roku i potem w 2015 roku trójdzielnej strukturze instytucjonalnej. Działania operacyjne są prowadzone przez trzy podmioty: Central Huijin odpowiada za inwestycje w rodzimy sektor bankowy, CIC Capital za długoterminowe inwestycje bezpośrednie, a CIC International za międzynarodowe inwestycje portfelowe. Reformy te poskutkowały zwiększeniem stopnia komercjalizacji i profesjonalizacji zagranicznych inwestycji funduszu. Coraz większy odsetek transakcji odbywał się z wykorzystaniem zewnętrznych menedżerów. Według raportu funduszu za rok 2012 już 63,5% środków inwestowanych za granicą było zarządzanych przez zewnętrznych menedżerów (China Investment Corporation, 2013).Ponadto CIC stara się coraz ściślej przestrzegać zasad z Santiago, dokonując profesjonalizacji swoich relacji inwestorskich (China Investment Corporation, 2016).Ta sytuacja w naturalny sposób sprawia, że polityczne użycie środków funduszu staje się trudniejsze.

6 To dyrektorzy niezaangażowani w bezpośrednie działania operacyjne funduszu.

Rysunek 3.1. Państwowe fundusze majątkowe w strukturze administracyjnej Chińskiej Republiki Ludowej



Źródło: opracowanie własne.

Porównując fundusze SIC i CIC, można wyraźnie zauważyć, że obie instytucje są silnie powiązane z rządem i podlegają Radzie Państwa (rysunek 3.1). Wydaje się jednak, że bezpośredni wpływ polityczny na SIC jest dużo prostszy i bardziej prawdopodobny. China Investment Corporation, szczególnie w ostatnich kilku latach, ewoluuje w kierunku instytucji finansowej skoncentrowanej w dużej mierze na osiąganiu ponadprzeciętnych zysków z kapitału, a jej rola polityczna wydaje się, może tylko chwilowo, schodzić na drugi plan (Norris, 2016). Obserwacja ta potwierdza zresztą teorię mówiącą o tym, że rozkład akcentów pomiędzy komercyjną i polityczną misją PFM ma charakter dynamiczny, czyli zmienia się w czasie. Biorąc wszakże pod uwagę jak mało tak naprawdę wiemy o działaniach chińskich funduszy, powyższa konstatacja na temat China Investment Corporation ma jednak w dużej mierze charakter spekulatywny.

Czwartym czynnikiem wpływającym na możliwości kontrolne państwa jest liczba PFM. Przypomnijmy, że zgodnie z przywołaną w rozdziale drugim teorią przełożonego-agenta, najbardziej sprzyja kontroli państwa struktura oligopolistyczna z ograniczoną liczbą aktorów. Jest ich wtedy na tyle mało, że łatwo stworzyć mechanizmy kontrolne, a jednocześnie nie są one tak silne jak instytucje w układach monopolistycznych, które mają tendencję do powiększania swojej przestrzeni niezależności.

Jak udowadniają Eaton i Ming (2010), chińscy liderzy starają się stworzyć właśnie taki system, z dwoma dużymi podmiotami (CIC i SIC), bezpośrednio, choć nieoficjalnie, rywalizującymi ze sobą, których efektywność można zestawić z benchmarkiem w postaci pasywnie zarządzanego funduszu NSSF. Jeśli więc na przykład wyniki funduszu CIC będą gorsze niż SIC albo NSSF, zarząd funduszu musi liczyć się z krytyką ośrodków rządowych, wyrażaną bezpośrednio przez rządzących lub pośrednio poprzez kontrolowane przez rządzących media. Stawką w tej rywalizacji jest oczywiście nie tylko dostęp do środków z rezerw walutowych, w tym ewentualne dokapitalizowanie funduszu skutkujące zwiększonymi możliwościami działania, ale też perspektywy awansu dla osób zarządzających.

Brak sukcesów może zakończyć karierę w niezwykle konkurencyjnym środowisku tworzonym przez Komunistyczną Partię Chin. Zauważmy bowiem, że o około czterdziestu tysiącach najwyższych stanowisk w administracji, przedsiębiorstwach państwowych i organizacjach społecznych (tzw. chińska nomenklatura) rywalizuje sześćset tysięcy osób na poziomie średnim, na które z kolei naciska dziewięćset tysięcy osób na najniższym poziomie kierowniczym (Li, 2013; Burns, 2006). Do państwowej, uprzywilejowanej elity zasiadającej w Komitecie Centralnym Komunistycznej Partii Chin dociera zaledwie trzysta osób. Urzędnicy chińscy są zatem zmuszeni do bardzo ostrej rywalizacji nadzorowanej przez Departament Organizacyjny partii.

Wszystko to tworzy bardzo sprzyjające warunki do kontroli działania funduszy. Osoby nimi zarządzające, znajdując się pod stałą zewnętrzną presją, nie mają interesu w kwestionowaniu poleceń kierownictwa partyjnego (na przykład dotyczących dokonania inwestycji o znaczeniu strategicznym). Przeciwnie, zachowując się racjonalnie, będą starać się same odgadywać preferencje swoich przełożonych, a jednocześnie starać się robić to lepiej niż rywale z konkurencyjnej instytucji.

Ostatnim z czynników, który będzie wpływać na możliwości kontroli państwa nad funduszami, jest bilans zasobów pomiędzy rządem a podlegającymi mu funduszami. Chodzi tu przede wszystkim o zasoby ludzkie, wiedzę i dostęp do informacji. Jeśli przewaga jest po stronie kontrolującego, to kontrola jest skuteczniejsza. Jeśli przewaga występuje po stronie kontrolowanego, to jest odwrotnie

Niewątpliwie przez lata instytucja SAFE miała komfortową sytuację. Jako jedyna zajmująca się zarządzaniem rezerwami walutowymi miała nad rządem

przewagę w znajomości rynku inwestycyjnego i jego uwarunkowań. Zgromadzona wiedza dotycząca rynku finansowego dawała, prawdopodobnie, tej instytucji możliwość zachowania pewnej niezależności wobec innych instytucji państwowych. Powstanie China Investment Corporation zmieniło jednak tę sytuację. Czynniki rządowe dostały możliwość weryfikowania informacji przekazywanych przez SAFE poprzez konfrontowanie ich z przekazywanymi przez fundusz CIC, i odwrotnie rzecz jasna. Z tą różnicą, że CIC, otwierając się na zagranicznych menedżerów i bardzo profesjonalizując swoje działania, zbudował sobie mocną pozycję instytucji eksperckiej. Ta pozycja, zdaniem Norrisa (2016, s. 213), daje jej większą niezależność wobec władz. Należy jednak zauważyć, że ten sam autor konkluduje swoje rozważania stwierdzeniem, że w warunkach chińskich czynnik „bilans zasobów" jest stosunkowo mało istotny dla określenia skali kontroli państwa nad PFM.

Spróbujmy podsumować rozważania nad kontrolą państwa chińskiego nad działającymi w jego ramach PFM. Wydaje się, że autorytarny charakter władzy w Chinach, silna rola kierownictwa partyjnego oraz analiza zachowania Chin na arenie międzynarodowej każą kwalifikować to państwo jako gracza unitarnego, kierującego się racjonalnymi przesłankami i wykazującego integralność na arenie międzynarodowej. Oznacza to, że mimo naturalnych rozbieżności między interesami politycznymi i ekonomicznymi różnych aktorów państwowych, rząd jest w stanie ustalić z PFM *modus operandi*. Pomagają w tym bardzo silne powiązanie instytucjonalne funduszy z państwem i stworzenie warunków kontrolowanej konkurencji pomiędzy nimi. W połączeniu ze sprawnym systemem zarządzania karierami urzędniczymi przez Komunistyczną Partię Chin prowadzi to do sytuacji, w której zarządzający PFM są zmuszeni do uległości kierownictwu nawy państwowej. Wszystko to skłania do konkluzji, że kontrola państwa nad PFM jest w przypadku Chin bardzo ścisła. Ten warunek ich politycznego użycia jest zatem spełniony.

3.5. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie realizacji globalnych ambicji politycznych Chińskiej Republiki Ludowej

Jeśli ambicje geopolityczne państw są funkcją ich potęgi, to kraje dysponujące niewielkimi zasobami i możliwościami działania będą ograniczać swoje ambicje, a państwa potężne będą stawiać sobie ambitne cele. W odniesieniu do PFM

można więc założyć, że mocarstwa będą mieć większą skłonność do używania funduszy jako narzędzia prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej.

Chiny niewątpliwie są mocarstwem. Przez znaczną cześć swojej historii były najpotężniejszym państwem na świecie i choć w XIX wieku, po klęsce w pierwszej wojnie opiumowej, straciły swój status, to dziś, z wieloma trudnościami, wracają do dawnej świetności. Jak celnie zauważył Haliżak (2005, s. 28), od momentu powstania w 1949 roku CHRL władze tego państwa nieprzerwanie dążyły do przezwyciężenia czterech sprzeczności, które wynikają z dawnej świetności zakończonej bolesnym upadkiem państwa:

> Sprzeczności pomiędzy pełną chwały przeszłością a obecnym zacofaniem (…), pomiędzy wysokim mniemaniem o własnym znaczeniu a relatywnie niskim statusem we współczesnej społeczności międzynarodowej (…), sprzeczności między wielkomocarstwowymi aspiracjami a materialnymi możliwościami ich realizacji (…), różnicy między obecnym statusem Chin a tym, jaki zamierzają osiągnąć w przyszłości.

Dziś te sprzeczności są już w dużej mierze wyeliminowane, a Chiny zmierzają ku pełnieniu funkcji wielowymiarowego mocarstwa globalnego. Spełniła się zatem przepowiednia Napoleona przestrzegającego przed budzeniem „śpiącego smoka", który przebudzony „wstrząśnie światem".

W chińskiej literaturze naukowej dyskusja o rosnącej „kompleksowej potędze" (*comprehensive national power*) Chin doczekała się niezwykle bogatej reprezentacji (Chuwattananurak, 2016).Podobnie w nauce zachodniej, od wielu lat zjawisko wzrostu potęgi Chin jest wnikliwie analizowane (Cole, 2016; Góralczyk, 2012; Mosher, 2002; Shirk, 2008). Dokonywana przez badaczy (między innymi Chŏng, 2015; Wroński, 2013) analiza głównych atrybutów chińskiej mocarstwowości wskazuje na zajmowanie wysokiej pozycji w zasadzie we wszystkich aspektach: politycznym, gospodarczym, wojskowym i kulturalnym. Według wskaźnika potęgi narodowej (*Index of National Power*) Chiny zajmują czwartą pozycję, ustępując jedynie Stanom Zjednoczonym, Japonii i Niemcom. Z kolei według przygotowywanego przez tę samą instytucję wskaźnika *Composite Index of National Capabilities* zajmują już miejsce pierwsze (National Power Project, 2013). Jacek Bartosiak (2016, s. 572) konkluduje natomiast w swoim studium geopolitycznym:

> (…) uważam, że wzrost potęgi Chin jest najważniejszym zjawiskiem geopolitycznym w XXI wieku i wpływa w bezpośredni i znaczący sposób na stan równowagi na Zachodnim Pacyfiku i w Euroazji, a tym samym na stan ładu światowego (systemu

światowego). Jest to zjawisko obiektywne i w sposób oczywisty oddziałujące na dotychczasowy ład oparty o prymat Stanów Zjednoczonych.

Skoro tyle prac zostało już napisanych o wzroście potęgi Chin, nie ma tu miejsca ani potrzeby dokonywania wnikliwej analizy tego fenomenu. Spróbujmy jednak, dla porządku, przywołać główne cechy charakteryzujące chińską potęgę.

Chiny najszybciej rozwijają się w wymiarze ekonomicznym. Jeszcze w 1980 roku gospodarka chińska odpowiadała jedynie 10% produktu krajowego brutto (PKB) Stanów Zjednoczonych według parytetu siły nabywczej, była zatem mniejsza niż gospodarka niewielkiej Holandii. W 2014 roku sam przyrost realny PKB w Chinach był większy niż cała gospodarska holenderska (Bartosiak, 2016, s. 567). W tym samym roku szybko rosnące Państwo Środka przegoniło gospodarkę amerykańską, licząc PKB w parytecie siły nabywczej. Licząc według kursu dolara gospodarka chińska stanowiła zaś równowartość już 60% gospodarki Stanów Zjednoczonych. Wartość eksportu, jeszcze w 1980 roku na poziomie 6% eksportu amerykańskiego, w 2014 roku stanowiła już 106% (Allison, 2015). Niektórzy analitycy szacują, że w ciągu kolejnej dekady ChRL jest w stanie dogonić Stany Zjednoczone również w wartościach bezwzględnych (Carter, 2014). Jest to wzrost naprawdę imponujący i co szczególnie niezwykłe dokonujący się w zasadzie w ciągu jednego pokolenia.

W wymiarze wojskowym zakwestionowanie dominacji amerykańskiej będzie trudniejsze, ale Chiny mogą być groźne w swoim regionie (na przykład na Morzu Południowochińskim) oraz w cyberprzestrzeni i kosmosie. Wielu analityków, co obszernie opisuje Bartosiak (2016), nie wyklucza jednak wojny o dominację pomiędzy Stanami Zjednoczonymi jako schodzącym mocarstwem i Chinami jako mocarstwem wschodzącym. Mimo że taki konflikt przyniósłby olbrzymie szkody obu państwom, nie jest on wykluczony z powodu możliwości popełnienia tzw. błędu strategicznego, złej oceny sytuacji przez którąś ze stron. W szczególności znaczące byłyby koszty ekonomiczne wynikające ze współzależności gospodarek. Chiny są największym wierzycielem Stanów Zjednoczonych, co skutkuje obustronnym uzależnieniem, które zostało kiedyś porównane przez Larry'ego Summersa, do „wzajemnego zapewnienia zniszczenia" (MAD, *Mutual Assured Destruction*) ze Związkiem Sowieckim z czasów zimnej wojny (Ezrati, 2015).

W wymiarze politycznym Pekinowi wciąż daleko do globalnej pozycji Waszyngtonu, ale od niedawna stara się promować swoje projekty polityczne w skali

światowej i spełniać „chińskie marzenie" o byciu bogatym i potężnym „centrum wszechświata" (Góralczyk, 2010). Rosnące możliwości oddziaływania na świat stały się w chińskiej polityce zagranicznej paliwem dla prób przekształcenia współczesnego systemu międzynarodowego w system wielobiegunowy, z zapewnieniem w nim „właściwej" pozycji Chin (Kwieciński, 2010). Przykładem może być koncepcja Nowego Jedwabnego Szlaku (na przykład Miller, 2017) czy też Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (AIIB). Wprost zapowiedział to w 2014 roku prezydent Xi Jinping, który na spotkaniu z generalicją przedstawił wizję świata przesuwającego się ku wielobiegunowości, twierdząc, że będzie to dokonywać się przez „długi i niełatwy okres walki o nową naturę porządku międzynarodowego, ale trend się nie zmieni" (Bartosiak, 2016, s. 569).

Siła gospodarki chińskiej, w tym największe na świecie rezerwy walutowe, w naturalny sposób zachęcają do używania szerokiego wachlarza instrumentów dyplomacji ekonomicznej. I w tym właśnie kontekście należy widzieć państwowe fundusze majątkowe – jako jedno z licznych narzędzi wpływania na otoczenie międzynarodowe i wzmacniania pozycji państwa w świecie. W szczególności PFM, wspólnie z państwowymi lub kontrolowanymi przez państwo przedsiębiorstwami, są realizatorem strategii ekspansji gospodarczej (*Go out strategy*), mającej na celu między innymi zapewnienie dostępu do surowców naturalnych (Kamiński, 2017). Do realizacji tego strategicznego celu polityki zagranicznej Chiny angażują wszelkie możliwe zasoby, które mają w swojej dyspozycji. Fundusze są rzecz jasna jednym z nich, w dodatku poprzez swoją charakterystykę (niską przejrzystość transakcji przykrytą zapewnieniami o wyłącznie komercyjnym charakterze inwestycji) ich użycie jest wygodne. Ambicje polityczne państwa są zatem w przypadku ChRL istotnym determinantem politycznego użycia PFM. Widać wyraźne powiązanie pomiędzy celami stawianymi sobie przez rosnącą potęgę globalną a działaniami jego funduszy majątkowych.

3.6. Nie tak duże jak się wydaje? Wielkość zasobów finansowych chińskich funduszy majątkowych

Gdyby spojrzeć na proste zestawienie środków, jakimi zarządzają chińskie PFM, to liczby są naprawdę imponujące. Prawie 1,3 biliona dolarów w dyspozycji dwóch największych chińskich funduszy to naprawdę olbrzymia suma. Na przykład, według danych OECD wszystkie bezpośrednie inwestycje

zagraniczne (BIZ) z wszystkich krajów w 2015 roku wyniosły około 1,7 biliona dolarów. Oczywiście inwestycje portfelowe wyniosły znacznie więcej, ale biorąc już tylko BIZ za punkt odniesienia, widać wyraźnie skalę majątku chińskich funduszy.

Należy jednak pamiętać, że rzeczywista wielkość zasobów finansowych, które mogą być użyte jako narzędzie dyplomacji ekonomicznej, nie jest prostą sumą zasobów poszczególnych funduszy. Na przykład, w przypadku funduszu CIC wiemy, że większość środków jest ulokowana na rynku wewnętrznym, przede wszystkim w akcjach chińskich banków. Na koniec grudnia 2015 roku fundusz, poprzez swoją spółkę córkę Central Huijin, był większościowym udziałowcem w największych chińskich bankach, takich jak Bank of China (64%), China Construction Bank (57%) oraz bardzo znaczącym w Agricultural Bank of China (40%), Industrial and Commercial Bank of China (35%) czy China Development Bank (35%). To sprawia, że fundusz odgrywa kluczową rolę w funkcjonowaniu chińskiego sektora bankowego (China Investment Corporation, 2016).Z tego faktu należy wysnuć też wniosek, że CIC ma dla rządu chińskiego olbrzymie znaczenie, również w polityce wewnętrznej, co daje kolejne argumenty na rzecz tezy o silnym upolitycznieniu tej instytucji.

Tak duże zaangażowanie finansowe w sektor bankowy zdaje się świadczyć o tym, że na inwestycje zagraniczne fundusz CIC może przeznaczyć jedynie część swoich środków. Bardzo trudno jest określić, jaka to jest część środków, ponieważ fundusz nie upublicznia struktury swojego portfela inwestycyjnego. Wielkość zarejestrowanych przez SWF Institute transakcji zagranicznych w latach 2007–2013 wyniosła 34,8 miliarda dolarów. Jak widzimy, jest to naprawdę niewielka część środków będących w dyspozycji CIC. Oczywiście, z uwagi na sposób działania funduszu, dane SWF Institute są wedle wszelkiego prawdopodobieństwa niepełne, ale mogą dawać pewną podstawę do szacunków. Nawet jeśli inwestycje zagraniczne CIC byłyby kilkukrotnie większe, to i tak nie stanowiłoby to nawet połowy portfela inwestycyjnego funduszu.

Konkretną liczbę 187 miliardów dolarów zagranicznych aktywów w portfelu CIC w roku 2013 podają Bagnall i Truman (2013), niestety nie udostępniając źródła tej informacji. Nie wiadomo też, jaką część tej kwoty miałyby stanowić udziały w spółkach, a jaką innego rodzaju aktywa (na przykład obligacje). Konkretna liczba pada też w przypadku zaangażowania CIC Capital w realizację flagowego chińskiego programu Nowego Jedwabnego Szlaku (*One Belt*, *One Road*, OBOR). Jedna ze spółek zależnych CIC Capital otrzymała na realizację

projektów w ramach tej inicjatywy 100 miliardów dolarów z chińskiego Ministerstwa Finansów (Hsu, 2015).

W przypadku SIC wiadomo jeszcze mniej. W latach 2007–2013 SWF Institute zarejestrował transakcje tego funduszu na kwotę 22,5 miliarda dolarów, czyli około 5% aktywów szacowanych na 474 miliardy dolarów. Z kolei cały SAFE administruje rezerwami, które w grudniu 2016 roku szacowane były na 3 biliony dolarów. Teoretycznie więc rezerwuar środków finansowych jest olbrzymi. Pozostaje pytanie, ile z tych środków zostanie przeznaczonych na ryzykowne finansowo, choć może i korzystne politycznie, inwestycje zagraniczne. Pamiętać należy, że przez lata Chińczycy raczej dość konserwatywnie zarządzali swoimi rezerwami walutowymi, trzymając większość z nich w nisko oprocentowanych, ale bezpiecznych obligacjach amerykańskich (Mun-Yin Seck, 2009).

Wszystko to każe obserwatorom raczej ostrożnie podchodzić do oceny faktycznych zasobów chińskich funduszy majątkowych. Potwierdzonych danych jest niewiele, przeważają spekulacje i szacunki. Biorąc pod uwagę wieloletnią tradycję ostrożnego zarządzania rezerwami walutowymi przez Chińczyków, polityczną presję na wspomaganie inwestycji krajowych (szczególnie w czasie spowolnienia gospodarczego ostatnich lat) oraz wartość zaobserwowanych transakcji, można domniemywać, że środki zaangażowane za granicą są relatywnie małe. Małe oczywiście w stosunku do deklarowanych (w przypadku CIC) i szacowanych (w przypadku SIC) wielkości portfelów chińskich PFM. Z drugiej zaś strony, liczone w bilionach dolarów, największe na świecie rezerwy walutowe pokazują, że potencjalne możliwości inwestycyjne chińskich PFM są bardzo znaczące. Ułatwia to bardzo polityczne wykorzystanie funduszy w celach wizerunkowych i propagandowych, ponieważ nawet największe deklaracje inwestycyjne padające z ust chińskich oficjeli, choć trudne do weryfikacji, brzmią wiarygodnie w kontekście zakumulowanych przez nich oszczędności.

3.7. O chińskich funduszach wiemy, że… niewiele wiemy

„Jeśli coś ukrywasz przed światem, to nie robisz tego bez przyczyny". Takie zdroworozsądkowe założenie przyświeca wielu obserwatorom działalności funduszy majątkowych, którzy w braku ich przejrzystości dopatrują się ukrytych motywacji. Innymi słowy, PFM zarządzane w sposób najmniej przejrzysty są oskarżane o silne upolitycznienie swoich działań.

Nie ulega wątpliwości, że chińskie PFM funkcjonują właśnie w sposób nieprzejrzysty. Już sam fakt przywoływanej wcześniej dyskusji odnośnie do liczby chińskich funduszy jest bardzo znamienny. Skoro nie wiemy nawet, które z chińskich instytucji finansowych pełnią rolę PFM, to trudno oczekiwać, żebyśmy znali szczegóły ich działalności inwestycyjnej. Ten stan rzeczy nie powinien jednak dziwić w przypadku ChRL. To państwo zorganizowane i działające w sposób zdecydowanie odbiegający od przyjętych na Zachodzie zasad przejrzystości, co ma swoje odzwierciedlenie w bardzo niskiej pozycji Chin w rozmaitych rankingach. Na przykład Chiny zajmowały w 2016 roku odległe siedemdziesiąte dziewiąte miejsce w przygotowywanym przez Transparency International rankingu *Corruption Perception Index* badającym postrzeganie skali zjawiska korupcji (Transparency International, 2016). Podobnie w przygotowanym przez Revenue Watch Institute rankingu *Revenue Watch Index*, pokazującym przejrzystość zarządzania dochodami z wydobycia surowców, ChRL zdobyła w nim jedynie czterdzieści dwa na sto możliwych punktów (Revenue Watch Institute, 2010), a także w przygotowanym trzy lata później *Resource Governance Index*, w którym Chiny zajęły trzydzieste szóste miejsce na pięćdziesiąt osiem krajów (Revenue Watch Institute, 2013).

Podobnie niskie miejsca zajmują chińskie PFM w rankingach transparentności funduszy majątkowych. Mam tu na myśli często aktualizowany, ale jednocześnie krytykowany za powierzchowność, indeks Linaburga i Maduella, przygotowywany przez SWF Institute, oraz przygotowany w 2008 roku i zaktualizowany w 2013 roku tzw. *SWF Scoreboard*. Ten drugi ranking, którego „ojcem" jest Edwin Truman, jest znacznie bardziej poprawny metodycznie i traktuje kwestię przejrzystości dużo szerzej (wykorzystuje aż trzydzieści trzy kryteria w porównaniu z tylko dziesięcioma w indeksie Linaburga-Maduella). Jego wadą jest natomiast nieregularna aktualizacja, dokonywana co kilka lat.

W rankingu *SWF Scoreboard 2012*, przygotowanym przez Trumana pod auspicjami Peterson Institute for International Economics, fundusz CIC znajduje się dopiero w trzeciej dziesiątce funduszy z wynikiem sześćdziesiąt cztery punkty (na sto możliwych do uzyskania), ale poprawiając wynik w stosunku do roku 2008 aż o czterdzieści punktów. Fundusz SIC nie został za to sklasyfikowany w ogóle (Bagnall, Truman, 2013). Z kolei w rankingu Linaburga i Maduella, przygotowywanym przez SWF Institute, fundusz CIC zdobył siedem punktów na dziesięć możliwych do uzyskania, a SAFE (SIC) jedynie pięć punktów (*Linaburg-Maduell Transparency Index*, 2016).

Zakres niedociągnięć w zakresie przejrzystości działania najlepiej prześledzić na podstawie rankingu *Scoreboard* 2012, który jest najbardziej kompleksowy. Lista kryteriów niespełnionych lub częściowo tylko spełnionych jest długa (tabela 3.4) i dotyczy każdej z trzech głównych grup kryteriów: struktury, przejrzystości i odpowiedzialności oraz zachowań.

Tabela 3.4. Lista kryteriów przejrzystości niespełnionych lub spełnionych jedynie częściowo przez fundusz CIC

Numer kryterium	Nazwa kryterium	Uzyskany wynik (0 – nie spełnia, 1 – spełnia)
2	Czy istnieje jasna konstrukcja prawna funduszu?	0,5
3	Czy jawne są procedury zmiany struktury organizacyjnej funduszu?	0
14	Czy fundusz ujawnił wytyczne dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR)?	0,5
15	Czy fundusz ma wytyczne dotyczące etyki inwestycji?	0
17	Czy strategia inwestycyjna funduszu wykorzystuje benchmarki?	0,5
18	Czy strategia inwestycyjna funduszu wykorzystuje ratingi kredytowe?	0
19	Czy fundusz ujawnia posiadaczy mandatu inwestycyjnego?	0
22	Czy fundusz regularnie raportuje kierunki swoich inwestycji?	0
23	Czy fundusz regularnie podaje informacje o konkretnych inwestycjach?	0,75
24	Czy fundusz regularnie podaje informacje o składzie walutowym portfela inwestycyjnego?	0
26	Czy fundusz publikuje raporty kwartalne?	0
31	Czy fundusz określił politykę użycia dźwigni finansowych (lewarowania)?	0
32	Czy fundusz określił politykę wykorzystywania instrumentów pochodnych (derywatów)?	0
33	Czy fundusz ma wytyczne dotyczące tempa i zasad modyfikacji składu portfela inwestycyjnego?	0

Źródło: opracowanie własne na bazie danych raportu *SWF Scoreboard 2012* (Bagnall, Truman, 2013).

W części dotyczącej struktury organizacyjnej zwraca uwagę brak jasnej procedury wprowadzania zmian organizacyjnych w funduszu. China Investment Corporation ma niezwykle skomplikowaną i ulegającą częstym zmianom strukturę podmiotów powiązanych, co bardzo utrudnia śledzenie działań tej instytucji.

W części drugiej CIC najsłabiej wypada w kryteriach dotyczących przejrzystości we wdrażaniu strategii inwestycyjnej. Nie wiadomo, czy używa benchmarków, a jeśli tak, to jakich. Nie wiadomo również, czy inwestując, bierze pod uwagę ratingi. Nie wiadomo też, kto ma mandat decyzyjny dotyczący inwestycji. Fundusz CIC nie ujawnia ponadto danych dotyczących kierunków inwestycji, choć czasem podaje przykłady konkretnych transakcji. Inna rzecz, że wiele z nich jest ujawnianych przez podmiot nabywany lub zwraca uwagę mediów albo analityków z racji swojej wielkości. Wtedy podanie takiej transakcji w raporcie rocznym trudno uznać za jej „ujawnienie".

W ostatniej części fundusz CIC wypada najsłabiej, spełniając jedynie jedno z czterech kryteriów zawartych w tej części. Fundusz nie ujawnia jak często i według jakich kryteriów dokonuje zmian składu swojego portfela. Nic nie wiadomo też o ewentualnym wykorzystywaniu instrumentów pochodnych (na przykład kontraktów terminowych lub opcji) lub mechanizmu dźwigni finansowych. Należy jednak zauważyć, że tego typu szczegółowych informacji o metodach inwestycyjnych nie udziela większość PFM[7].

Warto jeszcze raz podkreślić, że fundusz CIC bardzo poprawił swoją politykę informacyjną i obecnie o jego działalności wiemy dużo więcej niż jeszcze kilka lat wcześniej. W roku 2016 zaliczano go do funduszy umiarkowanie transparentnych w porównaniu z całą tą klasą inwestorów instytucjonalnych. Zupełnie inaczej jest natomiast w przypadku funduszu SAFE, który w zasadzie prowadzi inwestycje w sposób tajny lub niemal tajny.

W obu jednak przypadkach spotkamy się z tym samym „naczelnym grzechem" przeciwko jawności: bardzo rozbudowanym systemem spółek zależnych. Skomplikowane łańcuchy właścicielskie niezmiernie utrudniają śledzenie transakcji. Widząc informację, że spółka akcyjna Summer Soca LNG Liquefaction kupiła udziały w GDF Suez, któż by przypuszczał, że stoi za nią chiński fundusz CIC. Podobnie czytając nagłówek o sprzedaży przez Abris

7 Nawet Norwegowie, których fundusz uchodzi za wzorzec przejrzystości, nie udzielają pełnej informacji o stosowanych instrumentach pochodnych.

Capital polskiej spółki Novago chińskiej Everbright International za 123 miliony euro (*Chińczycy przejmują Novago. To największa chińska inwestycja w Polsce*, 2016), kto domyśli się, że tak naprawdę jest to inwestycja PFM. Współwłaścicielem chińskiej spółki Everbright jest bowiem Central Huijn, której jedynym udziałowcem jest fundusz CIC. Powyższe przykłady wymownie świadczą o tym, że Chińczycy dokładają starań, aby inwestycje ich PFM nie były łatwe do wykrycia. Być może stoją za tym jakieś przyczyny biznesowe, ale nie sposób nie zauważyć, że taka sytuacja ułatwia również działania motywowane politycznie.

Do tego można dodać jeszcze, że od czasu do czasu na światło dzienne wychodzą informacje o innych tajemniczych funduszach chińskich, prawdopodobnie powiązanych kapitałowo z funduszami CIC lub z SAFE. Przykładem może być zarejestrowany w Australii fundusz SSBT OD05 Omnibus, który w 2011 roku okazał się posiadać aktywa notowanych na giełdzie przedsiębiorstw japońskich o wartości aż 20 miliardów w przeliczeniu na dolary amerykańskie (Fukase, 2011).

3.8. Konkluzje

Na podstawie przeprowadzonej w niniejszym rozdziale analizy politycznego wykorzystywania przez Chiny swoich PFM można wyróżnić kilka cech charakteryzujących je jako instrument chińskiej polityki zagranicznej. Po pierwsze, są używane w przeważającej mierze w relacjach z krajami rozwiniętymi, a w mniejszej z krajami rozwijającymi się. To istotnie odróżnia je od przedsiębiorstw państwowych, które bardzo aktywnie inwestują również w krajach biedniejszych, na przykład w Afryce. Po drugie, można wykazać silne ukierunkowanie ich zagranicznych inwestycji na umacnianie chińskiej pozycji w sektorze energetycznym i surowcowym. Fundusze stanowią jeden z instrumentów realizacji strategii *Go global*. Po trzecie, można wskazać co najmniej cztery sposoby politycznego wykorzystywania funduszy w relacjach zagranicznych: „dyplomację czekową", wywieranie wpływu na zachowanie partnerów poprzez obietnice inwestycji lub też groźby wycofania kapitału z danego kraju, uzyskiwanie przez Chiny dostępu do tajemnic handlowych wybranych spółek i wreszcie jako wygodne narzędzie budowania pożądanego wizerunku Chin w świecie.

Analizując z kolei badane zmienne niezależne, możemy wskazać, że w przypadku ChRL wszystkie one determinowały użycie PFM jako instrumentu

w polityce zagranicznej. W szczególności należy zwrócić uwagę na wysoki poziom kontroli państwa nad funduszami – trochę mniejszy w przypadku CIC i większy w przypadku SIC. Mimo tarć między instytucjami bezpośrednio nadzorującymi działania PFM, wyraźnie widać, że najwyższe władze, w szczególności Rada Państwa, jest w stanie zapewnić daleko posuniętą koordynację i jedność w stosunkach zewnętrznych. Dzięki temu chińskie fundusze realizowały cele strategiczne państwa, na przykład zapewnienie dostępu do surowców, starając się je pogodzić z misją przynoszenia ponadprzeciętnych zysków finansowych oraz zaangażowaniem inwestycyjnym na rynku krajowym. Szukaniu dróg do pogodzenia tych interesów sprzyjało wytworzenie silnej, choć nieformalnej, konkurencji między CIC i SIC, a także uzależnienie karier menedżerów tych instytucji od decyzji Komunistycznej Partii Chin. Sądząc po zmianach wielkości aktywów funduszy w ostatnich latach tę konkurencję wygrywa jak dotąd fundusz CIC.

Polityczne użycie funduszy było też silnie motywowane mocarstwowymi ambicjami Chin. Przykładem tego będzie chociażby konieczność zapewnienia finansowania flagowej inicjatywy politycznej Pekinu, czyli Nowego Jedwabnego Szlaku. Realizacja tego i innych celów globalnej polityki ChRL wymagała mobilizacji wszelkich zasobów będących w dyspozycji państwa. Nie ominęło to również zasobnych finansowo PFM.

Atrakcyjność funduszy jako narzędzia politycznego była dodatkowo zwiększona poprzez możliwość zapewnienia niejawnego charakteru ich działań inwestycyjnych. Wydaje się, że nie bez przyczyny Chińczycy bardzo skąpo dawkują światu informacje o swoich funduszach majątkowych.

Wreszcie na możliwości politycznego użycia funduszy wpływ miała niewątpliwie wielkość chińskich rezerw walutowych. Dysponujące olbrzymimi oszczędnościami państwo mogło sobie pozwolić na przekazanie niewielkiej ich części na rzecz ryzykowanych inwestycji zagranicznych realizowanych przez PFM.

ROZDZIAŁ 4

Norweski fundusz majątkowy jako narzędzie polityki zagranicznej państwa

4.1. Wprowadzenie

Niniejszy rozdział jest poświęcony odpowiedzi na pytanie o rolę PFM w polityce zagranicznej Norwegii i jej uwarunkowania, zgodnie z opisaną już wcześniej strukturą analizy wybranych przypadków. W pierwszej części rozdziału zostanie przedstawiony zatem norweski fundusz majątkowy i przeanalizowana jego polityka inwestycyjna. W drugiej będzie omówione miejsce, jakie fundusz zajmuje w norweskiej polityce zagranicznej. Następnie analizie będą poddane cztery wyszczególnione zmienne niezależne, czyli poziom kontroli władz państwowych nad działaniami funduszu, ambicje geopolityczne Norwegii, zasoby finansowe pozostające w dyspozycji PFM oraz poziom transparentności jego działań.

4.2. Największy państwowy fundusz majątkowy na świecie – charakterystyka

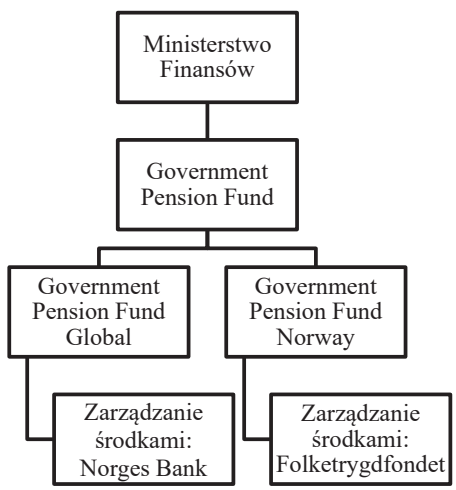
Oljefondet, czyli Petroleum Fund został powołany w 1990 roku w celu zarządzania środkami pozyskiwanymi przez Norwegię z wydobycia surowców energetycznych (Backer, 2009). Miał on służyć do kumulowania oszczędności potrzebnych do pokrycia przyszłych zobowiązań państwa, ale także stanowić zabezpieczenie przed zewnętrznymi szokami finansowymi. Jak to celnie przedstawił Daniel Gross (2004):

> Norwegia wdraża klasyczne skandynawskie rozwiązanie. Postrzegając dochody z ropy jako tymczasowe i wspólne, zamiast skonsumować je dzisiaj, chce za ich pomocą ochronić państwo przed sztormami, które przynosi globalna gospodarka i przygotować sobie wygodną poduszkę bezpieczeństwa na przyszłość, gdy zasoby ropy się wyczerpią.

Pierwszy transfer środków do funduszu miał miejsce dopiero w roku 1996, a w kolejnych latach był on zasilany akcjami spółek oraz obligacjami. W grudniu 2005 roku Storting, norweski parlament, na bazie istniejącego funduszu stworzył Government Pension Fund, z dwoma podfunduszami: Government Pension Fund Global (GPFG) odpowiedzialny za inwestowanie w aktywa zagraniczne oraz Government Pension Fund Norway (GPFN) inwestujący w aktywa krajowe (Government Pension Fund Act, 2005). Do bieżącego

zarządzania w obu funduszach zostały wyznaczone wyspecjalizowane spółki (rysunek 4.1). W przypadku GPFG był to Norges Bank, a konkretnie jego ramię inwestycyjne, Norges Bank Investment Management, w którym za część operacji odpowiadają też zewnętrzni, wynajęci menedżerowie. Krajowe środki zostały przekazane w zarząd Folketrygdfondet, państwowej spółki o specjalnym statusie (Shemirani, 2011, s. 42).

Rysunek 4.1. Miejsce Government Pension Fund Global w schemacie organizacyjnym norweskich rządowych instytucji inwestycyjnych



Źródło: opracowanie własne.

Norweski fundusz jest największym PFM, a także jednym z najbardziej wpływowych inwestorów instytucjonalnych na świecie. Posiada średnio w wymiarze globalnym około 1,3% każdej notowanej na giełdzie spółki. Wielkość, co zrozumiałe, przekłada się też na oddziaływanie na otoczenie. Decyzje inwestycyjne Norwegów są uważnie śledzone i wielu innych inwestorów je naśladuje (Milne, 2016). Jeżeli na przykład GPFG ogłasza wycofanie się z jakiejś spółki, to wiąże się z tym często rychłe odejście również innych udziałowców.

Średnia roczna stopa zwrotu z kapitału uzyskiwana przez fundusz jest relatywnie wysoka. W latach 1998–2015 wyniosła aż 5,6% (Norges Bank Investment Management, 2016a). Mimo tych bardzo dobrych wyników inwestycyjnych norweski fundusz budzi jednak liczne kontrowersje. Niektórzy zarzucają mu, że jest nie dość demokratycznie zarządzany i nie gwarantuje odpowiedniej partycypacji obywatelskiej (Cummine, 2016), a inni wręcz

sugerują jego zamknięcie i zakończenie „spekulacji" na rynkach finansowych (Schemmann, 2014).

W bazie SWF Institute odnotowano w latach 1999–2014 aż pięć tysięcy osiemset pięćdziesiąt transakcji z udziałem norweskiego funduszu. W tabeli 4.1 zamieszczono listę dwudziestu największych inwestycji GPFG w tym okresie, a w aneksie 2 listę wszystkich transakcji norweskiego funduszu, o wartości powyżej 100 milionów dolarów[1].

Tabela 4.1. Lista dwudziestu największych inwestycji Government Pension Fund Global (w miliardach dolarów)

Rok	Kraj	Nazwa przedsiębiorstwa	Wartość transakcji
2013	Szwajcaria	Roche Holding AG	3,986
2014	Niemcy	Daimler AG	3,137
2013	Niemcy	Daimler AG	3,090
2013	Wielka Brytania	Royal Dutch Shell Plc	2,634
2013	Wielka Brytania	GlaxoSmithKline Plc	2,628
2013	Niemcy	Basf SE	2,474
2014	Szwajcaria	UBS AG	2,249
2013	Szwajcaria	Credit Suisse Group AG	2,141
2007	Holandia	Royal Dutch Shell Plc	1,687
2012	Francja	Prologis European Portfolio	1,584
2010	Stany Zjednoczone	Blackrock Inc.	1,578
2012	Wielka Brytania	BG Group Plc	1,433
2011	Wielka Brytania	HSBC Holdings Plc	1,306
2013	Holandia	Unilever NV	1,281
2008	Szwajcaria	Nestle SA	1,272
2013	Jersey	Glencore Xstrata Plc	1,248
2013	Szwajcaria	ABB Ltd	1,247
2013	Stany Zjednoczone	Bank of America Corp.	1,184
2013	Niemcy	Deutsche Telekom AG	1,180
2013	Stany Zjednoczone	Walt Disney Co.	1,175

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database*.

[1] Z powodu ograniczeń objętościowych zdecydowałem się nie przedstawiać w aneksie transakcji poniżej 100 milionów dolarów, choć zostały one uwzględnione we wszystkich obliczeniach dokonywanych na potrzeby niniejszej pracy.

Jak widzimy, największe transakcje funduszu sięgają wartości kilku miliardów dolarów i dotyczą bez wyjątku rynków rozwiniętych i dużych spółek. Nigdy jednak (aneks 2) Norwegowie nie nabywają powyżej 10% udziałów, pozostając udziałowcem mniejszościowym. Koncentrację na rynkach rozwiniętych potwierdza lista największych pakietów udziałowych pod względem wartości, będących w posiadaniu funduszu na koniec grudnia 2015 roku (tabela 4.2). Badania pokazują też, że GPFG co do zasady konstruuje swój portfel wedle sprawdzonych wzorców dla inwestorów instytucjonalnych i zgodnie z teorią Markowitza (Papaioannou, Rentsendorj, 2015), ale w swojej autorskiej interpretacji nazwanej „modelem norweskim". Zakłada on koncentrację na spółkach giełdowych i obligacjach, z bardzo małym udziałem nieruchomości i tzw. aktywów alternatywnych.

Cechą charakterystyczną funduszu jest również długi horyzont inwestycyjny i bardzo mała potrzeba zachowania płynności aktywów (Chambers i in., 2012). Ten model jest uznany przez większość badaczy za efektywny (Megginson, Fotak, 2015, s. 751) i bardzo dobrze odpowiadający specyficznym potrzebom Norwegii.

Tabela 4.2. Lista firm, w których Government Pension Fund Global ma największe udziały (wartość w milionach dolarów na dzień 31 grudnia 2015 roku)

Przedsiębiorstwo	Kraj	Wartość udziałów
Nestle AG	Szwajcaria	5,80
Apple Inc.	Stany Zjednoczone	4,72
Roche Holding AG	Szwajcaria	3,97
Novartis AG	Szwajcaria	3,85
Alphabet Inc.	Stany Zjednoczone	3,46
Microsoft Corporation	Stany Zjednoczone	3,46
Black Rock Inc.	Stany Zjednoczone	3,18
HSBC Holdings Plc	Wielka Brytania	3,09
Royal Dutch Shell	Wielka Brytania	2,97
Prudential Plc	Wielka Brytania	2,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie Norges Bank Investment Management (2016a).

Fundusz inwestuje zgodnie z ustalonym przez Ministerstwo Finansów benchmarkiem. Oznacza to, że w portfelu inwestycyjnym są wyznaczane limity dla danych klas aktywów oraz kierunków geograficznych. Menedżerowie odpowiedzialni za inwestycje GPFG mogą poruszać się wyłącznie w zakresach

ustalonych przez ministerstwo. Tabela 4.3 pokazuje dystrybucję środków funduszu pomiędzy dwie podstawowe klasy aktywów: akcje i instrumenty dłużne.

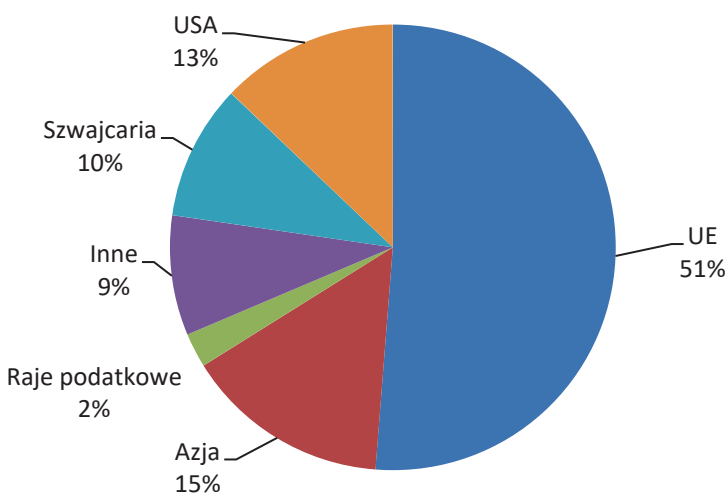
Tabela 4.3. Dozwolony podział poszczególnych klas aktywów w ujęciu regionalnym (w procentach)

Wyszczególnienie	Akcje (*equity*)	Instrumenty dłużne (*fixed-income instruments*)
Europa	40–60	50–70
Ameryki i Afryka	25–45	25–45
Azja i Oceania	5–25	0–15

Źródło: Regulations on Management of the GPFG, Ministry of Finance.

Analiza transakcji funduszu w latach 1999–2014 pokazuje, że w przypadku akcji ustalony podział procentowy pomiędzy regiony można zaobserwować także w długim okresie (wykres 4.1). Połowa inwestycji GPFG dotyczyła krajów Unii Europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem Wielkiej Brytanii, gdzie trafiło aż 37 miliardów dolarów, czyli około 40% wszystkich środków zainwestowanych w Unii Europejskiej. Do niewielkiej Szwajcarii trafiło ponad 18 miliardów dolarów, czyli więcej niż do Chin i Japonii razem wziętych. Ważnym kierunkiem były też, co nie dziwi, Stany Zjednoczone.

Wykres 4.1. Kierunki geograficzne inwestycji Government Pension Fund Global w latach 1999–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database*.

Rola aktywów pochodzących ze Stanów Zjednoczonych w portfelu norweskiego funduszu zdecydowanie wzrosła w ostatnich latach. Jeśli spojrzymy nie na dane wieloletnie, ale na przykład z 31 grudnia 2015 roku, to okaże się, że w Stanach Zjednoczonych ulokowano 34,5% zasobów funduszu, w tym aż 1/5 całego portfela akcji (tabela 4.4). Kolejnymi ważnymi rynkami są Wielka Brytania, Japonia i Niemcy. Łącznie fundusz inwestuje aż w siedemdziesięciu ośmiu krajach, a aktywa są denominowane w pięćdziesięciu jeden różnych walutach (Norges Bank Investment Management, 2016a).

Tabela 4.4. Dziesięć najważniejszych krajów w portfelu inwestycyjnym Government Pension Fund Global na dzień 31 grudnia 2015 roku (w procentach)

Kraj	Łącznie	Akcje	Instrumenty dłużne	Nieruchomości
Stany Zjednoczone	34,5	21,5	11,8	1,2
Wielka Brytania	10,2	7,1	2,5	0,6
Japonia	8,9	5,8	3,1	0,0
Niemcy	7,2	3,6	3,5	0,1
Francja	4,9	3,2	1,5	0,2
Szwajcaria	3,9	3,3	0,6	0,0
Kanada	2,5	1,1	1,4	0,0
Chiny	2,2	1,8	0,4	0,0
Australia	2,1	1,2	0,8	0,0
Szwecja	2,1	1,2	0,8	0,0

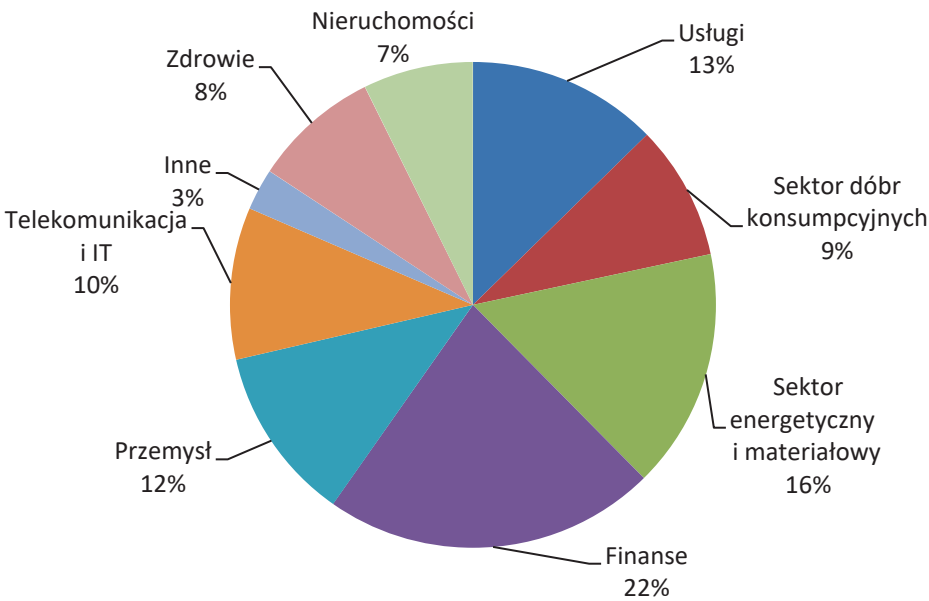
Źródło: Norges Bank Investment Management (2016a).

Ciekawe wnioski można sformułować, analizując transakcje GPFG w ujęciu rocznym. Patrząc na dane SWF Institute (aneks 2) za lata 2007–2014, można dostrzec, że fundusz norweski, w przeciwieństwie do omawianych w poprzednim rozdziale funduszy chińskich, znacząco ograniczył swoją aktywność inwestycyjną w okresie kryzysu ekonomicznego. W 2009 roku inwestycje zmniejszyły się do niecałego 1,5 miliarda dolarów, z tego ponad 40% stanowił zakup udziałów w banku BNP Paribas.

Przyglądając się dystrybucji środków funduszu pomiędzy sektory (wykres 4.2) zwraca uwagę bardzo daleko idąca dywersyfikacja inwestycji. Poza sektorem finansowym w żaden nie zainwestowano więcej niż kilka lub najwyżej kilkanaście procent portfela akcji. Dane za trzeci kwartał 2016 roku potwierdzają

daleko idącą dywersyfikację. Poza sektorem finansowym (21,8%) jeszcze tylko dobra konsumpcyjne (14,5%), przemysł (14,2%), sektor ochrony zdrowia (10,6%) oraz sektor usług (10,5%) przekraczają w portfelu inwestycyjnym pułap dziesięciu procent (Norges Bank Investment Management, 2016b).

Wykres 4.2. Podział sektorowy inwestycji Government Pension Fund Global w latach 1999–2014 (w procentach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Sovereign Wealth Funds Institute Transaction Database*.

Taki zrównoważony, wręcz podręcznikowy rozkład sektorowy inwestycji, zupełnie inny niż w przypadku analizowanych wcześniej funduszy chińskich, mógłby świadczyć o tym, że Norwegowie inwestują jak typowy fundusz nastawiony przede wszystkim na osiągnięcie korzyści finansowych. Mogłoby zatem wydawać się, że cele polityczne dla takiej instytucji będą mieć charakter drugorzędny, jeśli w ogóle wystąpią, względem dążenia do pomnożenia kapitału.

A jednak tak nie jest. Government Pension Fund Global jest największym inwestorem instytucjonalnym wykorzystującym oficjalnie w procesie decyzyjnym czynnik o charakterze politycznym, nazywany „oceną etyczną" (Halvorsen, 2011). Spośród PFM jedynie znacznie mniejszy New Zealand Superannuation Fund oraz fundusze szwedzki i francuski stosują podobną

procedurę (Nakatani, 2015; Richardson, 2011). Jej podstawą są zasady inwestycyjne narzucone przez Ministerstwo Finansów zarządzającemu funduszem, czyli Norges Bank. Wynika z nich wprost, że fundusz „musi starać się osiągnąć najwyższy możliwy zysk z inwestycji denominowanych w walutach obcych", ale „trzymając się przy tym wyznaczonych ograniczeń i zasad" (*Management mandate for the Government Pension Fund Global*, 2010). W szczególności chodzi tu o wspomniane powyżej limity geograficzne, ale także o tzw. kodeks etyczny (*Ethical Guidelines*), który musi być przestrzegany w działalności funduszu (*Guidelines for observation and exclusion from the Government Pension Fund Global*, 2016). I właśnie ten kodeks determinuje działania inwestycyjne GPFG i nadaje funduszowi jego unikatowy charakter: instytucji szukającej długoterminowych i ponadprzeciętnych zysków z kapitału, przy jednoczesnej realizacji jawnych celów politycznych wynikających z agendy rządu.

Zasadne jest przytoczenie w tym miejscu listy naruszeń zasad etycznych zawartych w kodeksie (*Guidelines for observation and exclusion from the Government Pension Fund Global*, 2016):

1) poważne i systematyczne łamanie praw człowieka, takie jak morderstwa, tortury, pozbawienie wolności, przymuszanie do pracy oraz najgorsze formy wykorzystywania do pracy dzieci,
2) poważne przypadki łamania praw człowieka w sytuacji wojny lub konfliktu,
3) znaczące szkody środowiskowe,
4) działania lub zaniechania, które prowadzą do nieakceptowalnie wysokiego poziomu emisji gazów cieplarnianych przez przedsiębiorstwo,
5) znaczące przypadki korupcji,
6) inne przypadki poważnego łamania fundamentalnych norm etycznych.

Tak szeroko zakrojony, szczególnie w punkcie szóstym, katalog zostawia dość dużą przestrzeń do interpretacji tych przepisów.

W praktyce wdrażanie zapisów kodeksu jest realizowane poprzez dwa typy działań. Po pierwsze, fundusz norweski stara się aktywnie angażować w zarządzanie spółkami, w których ma udziały, promując w ten sposób uznane przez rząd zasady i najlepsze praktyki zarządzania, czyli określony ład korporacyjny (*corporate governance*). Jak tłumaczy Urban (2012a):

> Również po zrealizowanej inwestycji, poprzez aktywny akcjonariat, fundusz wywiera wpływ na podmioty, w których posiada prawa własności, by te respektowały

fundamentalne normy etyczne, były świadome konsekwencji społecznych i środowiskowych swojej działalności. Jako akcjonariusz i udziałowiec norweski fundusz majątkowy wymaga od przedsiębiorstw wypracowania strategii zarządzania w przypadku zmian klimatycznych oraz określenia celów związanych z redukcją gazów cieplarnianych.

Fundusz norweski w szczególności promuje uznane przez OECD zasady transparentności i odpowiedzialności (*accountability*). Poprzez lepszą komunikację z rynkiem ma dojść do ułatwienia oceny działania kierownictwa przedsiębiorstw i w rezultacie do zwiększenia efektywności rynkowej wyceny wartości spółek. Poprawa standardów odpowiedzialności ma na celu zapewnienie wysokiej jakości zarządzania w długim okresie (Fini, Rethel, 2013, s. 171).

Ponadto fundusz, nie chcąc być związany z przedsiębiorstwami łamiącymi normy społeczne i środowiskowe, uzależnia swoje zaangażowanie finansowe od przestrzegania przez dany podmiot gospodarczy określonych zasad. Niektóre sektory gospodarcze są z góry wyłączone z inwestycji (na przykład produkcja papierosów i wyrobów tytoniowych, sprzętu wojskowego), a spółki są poddawane stałemu monitoringowi. Pierwszą formą nacisku jest poinformowanie danego przedsiębiorstwa, że wszczęto w jego sprawie specjalną „procedurę obserwacji". Jeśli to ostrzeżenie nie przyniesie skutków, następnym krokiem jest wykluczenie z portfela inwestycyjnego. Przedsiębiorstwo trafia na swoistą „czarną listę", podawany do publicznej wiadomości rejestr instytucji, w których GPFG nie zamierza mieć swoich udziałów (Clark, Monk, 2010). Wiąże się to automatycznie ze sprzedażą posiadanych wcześniej udziałów, jeśli spółka znajdzie się w rejestrze. Decyzje w tej sprawie podejmuje Ministerstwo Finansów, opierając się na rekomendacji Rady Etyki powoływanej na czteroletnią kadencję. Ta kilkuosobowa zaledwie instytucja, z niewielkim sekretariatem, ma szerokie uprawnienia w zakresie monitoringu przedsiębiorstw, w których fundusz ma udziały (Halvorsen, 2011).

Na norweską „czarną listę" (tabela 4.5) można trafić, jeśli zostanie spełniona choć jedna z przesłanek zawartych w omówionym powyżej kodeksie etycznym. Najczęściej spółki trafiają na nią za nadmierne zanieczyszczanie środowiska. W 2013 roku na liście znajdowało się sześćdziesiąt podmiotów gospodarczych (Nakatani, 2015), ale w 2016 roku liczba wykluczonych przedsiębiorstw znacząco wzrosła (do stu dwudziestu dziewięciu). Dodane zostały bowiem podmioty zaangażowane w energetykę węglową, uznaną co do zasady za wysoce szkodliwą dla środowiska.

Tabela 4.5. Rejestr firm wykluczonych – przyczyny wykluczenia i liczba przedsiębiorstw nim objętych (według stanu na 25 stycznia 2017 roku)

Przyczyna wykluczenia	Liczba przedsiębiorstw
Produkcja węgla lub energii opartej na węglu	59
Znaczące szkody środowiskowe	21
Produkcja papierosów	21
Produkcja broni nuklearnej	12
Inne przypadki poważnego łamania fundamentalnych norm etycznych	5
Produkcja amunicji kasetowej*	4
Łamanie praw człowieka	3
Poważne przypadki łamania praw człowieka w sytuacji wojny lub konfliktu	3
Korupcja	1

* Jest to amunicja zawierająca od kilku do kilkuset ładunków małej wagi i rozmiaru (subamunicji). Użycie tej broni jest zakazane konwencją o zakazie użycia amunicji kasetowej (Convention on Cluster Munitions), umową międzynarodową przyjętą 30 maja 2008 roku w Dublinie, a otwartą do podpisania 3 grudnia 2008 roku w Oslo. Norwegia jest stroną tej umowy, wspólnie z ponad setką innych państw.

Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.nbim.no/en/responsibility/exclusion-of-companies/

Co ciekawe, niektóre przedsiębiorstwa zostają uznane za łamiące kilka zasad równocześnie. Na przykład na liście od 2007 roku jest notowana na londyńskiej giełdzie korporacja wydobywcza Vedanta wraz z kilkoma jej spółkami zależnymi. Norweska Rada Etyki stwierdziła, że jej działania w Indiach niosą za sobą „nieakceptowalne ryzyko szkód środowiskowych oraz systematycznego łamania praw człowieka" (Johnson, 2014).

4.3. Polityka pod płaszczykiem etyki i ekonomicznego interesu – przykłady wykorzystania funduszu majątkowego w polityce zagranicznej Norwegii

Przedstawiciele Government Pension Fund Global podkreślają, że jest on inwestorem długoterminowym, odpowiedzialnym i bazującym na uznanych międzynarodowych standardach. W swoich działaniach stara się promować dobre praktyki zarządzania przekładające się na zrównoważony rozwój biorący pod

uwagę kwestie środowiskowe i interesy różnych grup społecznych. Szczególną uwagę fundusz poświęca zmianom klimatycznym, zarządzaniu zasobami wody oraz przestrzeganiu praw dzieci. To podejście eksponuje on zarówno na swojej stronie internetowej, jak i w licznych publikacjach i realizowanych przedsięwzięciach. Przykładem może być obszerny raport poświęcony odpowiedzialnemu inwestowaniu, opisujący szeroko zakrojone i zróżnicowane działania podejmowane w celu realizacji misji funduszu (Norges Bank Investment Management, 2016c).

Motywowany etycznie idealizm jest oczywiście chwalebny, ale jednak w stosunkach międzynarodowych dość rzadko występuje w wersji czystej, niepowiązanej z jakimś racjonalnie wytłumaczalnym interesem. I w tym przypadku również takie zdawałoby się idealistyczne zachowanie GPFG jest racjonalnie wytłumaczalne na gruncie teorii ekonomii. Wielcy inwestorzy instytucjonalni, posiadający duże i bardzo zdywersyfikowane portfele inwestycyjne, mają większą skłonność do społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Zostało to opisane w postaci teorii wszechstronnego właściciela (*universal owner theory*), według której taki inwestor nie ma interesu w tym, aby akceptować krótkowzroczne, nastawione na krótkotrwały zysk, zachowania jakiejkolwiek spółki, zagrażające długookresowej stabilności systemu ekonomicznego jako całości (Hawley, Williams, 2000; Monk, Minow, 2011). Jak pisał Dariusz Urban (2012):

> Dla tego typu inwestora wyniki gospodarki jako całości wywierają większy wpływ na przyszłą wartość jego portfela niż wyniki pojedynczych przedsiębiorstw czy też całych gałęzi. Wobec powyższego można oczekiwać, że inwestor ten będzie zainteresowany rozwojem zrównoważonym oraz prawidłowym funkcjonowaniem rynków finansowych. Ponadto wszechstronny właściciel będzie postrzegał te cele w sposób holistyczny oraz dążył do zmniejszania efektów zewnętrznych generowanych przez przedsiębiorstwa, bowiem przyczyniają się one do strat w gospodarce jako całości.

Działalność inwestycyjna GPFG, podkreślająca prymat długookresowych interesów nad bieżącymi zyskami, będzie stanowić bardzo dobrą ilustrację teorii wszechstronnego właściciela. To ekonomiczne wyjaśnienie zachowań norweskiego PFM, jakkolwiek przekonujące, nie jest jednak wystarczające z politologicznego punktu widzenia. Pojawia się bowiem pytanie, czy za tymi racjami ekonomicznymi nie kryją się polityczne działania realizujące norweskie cele i interesy. Wydaje się, że właśnie tak jest. Na poparcie tej tezy zostaną przedstawione trzy sposoby wykorzystania przez Norwegię swojego PFM jako

narzędzia realizacji polityki zagranicznej. Po pierwsze, jako narzędzie dyplomacji publicznej. Po drugie, w celu wywarcia bezpośredniej presji ekonomicznej mającej na celu skłonienie innego państwa do działania zgodnie z interesem Norwegii. Po trzecie, jako narzędzie pomocy rozwojowej.

Dyplomacja publiczna

Norweska polityka zagraniczna już od lat jest w dużej mierze skoncentrowana na wywieraniu wpływu poprzez skutecznie prowadzoną dyplomację publiczną (Batora, 2005; Leonard, Small, 2003). Dzięki temu ten peryferyjnie zlokalizowany i zaledwie pięciomilionowy kraj przez ostatnie dwie dekady „boksuje w wyższej wadze", wpływając na agendę międzynarodową w stopniu wykraczającym poza swoje „twarde" zasoby (Pisarska, 2015). Budując swój wizerunek wokół idei pokojowej dyplomacji czy zrównoważonego rozwoju, jest w stanie efektywnie promować w świecie wartości wyznawane przez Norwegów.

Na ten wewnętrzny aspekt norweskiej dyplomacji publicznej zwraca uwagę Pisarska (2015, 2016), wskazując, że jest on absolutnie kluczowy. Dzięki spójności głównych założeń tej polityki z poglądami, sposobem postrzegania świata i samych siebie dużej części społeczeństwa może być ona skutecznie realizowana przez różne podmioty, nie tylko państwowe, ale również pozarządowe. Zaangażowanie sektora pozarządowego pozwala na prezentowanie rozmaitych idei i inicjatyw właśnie przez organizacje pozarządowe (tzw. *dual-track diplomacy*) zamiast instytucji rządowych, co często wzmacnia ich efektywność (Neumann, 2011). Cytowany przez Pisarską (2015, s. 205) przedstawiciel norweskiej organizacji pozarządowej opisuje ten model współpracy w następujący sposób:

> Czasem rząd stoi zupełnie z boku i po cichu tylko wspiera nasze działania w krajach trzecich, rozumiejąc, że nasza praca może przygotować grunt pod inne działania. Kiedy jednak organizacja pozarządowa osiąga kres swoich możliwości działania, wtedy wkracza rząd.

Współpraca rządu z organizacjami społecznymi jest stosunkowo łatwa również dlatego, że w społeczeństwie norweskim silnie zakorzeniona jest „postawa misjonarska", czyli przekonanie o konieczności promowania własnych idei i przekonań na świecie. Już w czasach kolonialnych, nie mając możliwości zbrojnych podbojów, Norwegia wysyłała w świat misjonarzy zaangażowanych w pracę społeczną, tworzenie systemów edukacji i ochrony zdrowia.

W pewnym momencie Norwegia miała najwyższy na świecie odsetek misjonarzy w stosunku do liczby ludności (Norwegian Research Centre, 2012). Współczesnym przejawem postawy misjonarskiej jest poparcie Norwegów dla idei liberalnego internacjonalizmu, zakładającego konieczność ingerowania w sprawy innych państw w obronie wartości liberalnych.

Zdolności rządu norweskiego do wykorzystywania tych głęboko zakorzenionych postaw społecznych i tworzenia mechanizmów współpracy w polityce zagranicznej z różnymi pozarządowymi organizacjami, w tym uczelniami wyższymi, bywa nazywana w literaturze „norweskim modelem" (Pisarska, 2015; Tvedt, 2011). Jest to bardzo nowoczesny model prowadzenia dyplomacji publicznej, w którym społeczeństwo obywatelskie odgrywa doniosłą rolę jako z jednej strony odbiorca komunikatów rządowych wzmacniających pożądane postawy społeczne, a z drugiej jako czynnik sprawczy, realizator polityki (Pisarska, 2015).

Government Pension Fund Global jest w tym zarysowanym powyżej norweskim kontekście jednym z narzędzi dyplomacji publicznej. Nie jest organizacją pozarządową, ale mając specyficzny status państwowego funduszu majątkowego nie jest powszechnie postrzegany wprost jako instytucja rządowa. Jego działania na rzecz zrównoważonego rozwoju czy sprawiedliwości społecznej są zgodne z dominującymi w Norwegii postawami społecznymi i poglądami, a z drugiej strony je wzmacniają, ponieważ fundusz prowadzi intensywną komunikację skierowaną również do wewnątrz, w tym współpracę z norweskimi uczelniami wyższymi (Norges Bank Investment Management, 2016c, s. 30–33). Z uwagi na specyfikę GPFG jako aktora gospodarczego grupą docelową działań funduszu są zagraniczne kręgi gospodarcze, w szczególności kadra menedżerska przedsiębiorstw. To wśród nich fundusz prowadzi „działalność misjonarską", promując idee sprawiedliwego ładu korporacyjnego i wysokie standardy ochrony środowiska.

Podstawowym narzędziem działania funduszu jest dialog jego przedstawicieli z kierownictwem przedsiębiorstw, w których ma udziały. Na koniec 2015 roku fundusz posiadał ponad trzyprocentowe udziały w dwustu sześćdziesięciu ośmiu podmiotach, co przy popularnym dziś rozproszonym akcjonariacie oznaczało, że w wielu z nich był największym udziałowcem. Taka pozycja daje możliwość spotkań z najwyższą kadrą kierowniczą i wywierania wpływu na sposób zarządzania przedsiębiorstwem. Tylko w 2015 roku przedstawiciele funduszu odbyli trzy tysiące pięćset dwadzieścia spotkań w przedsiębiorstwach, postępując na nich ściśle wedle nakreślonych na ten rok priorytetów ustalonych

dla danych krajów lub sektorów. I tak na przykład tematem przewodnim dialogu ze spółkami energetycznymi było przejście na technologie niskoemisyjne, a z przedsiębiorstwami japońskimi reforma ładu korporacyjnego w tym kraju (Norges Bank Investment Management, 2016c, s. 44).

Dialog i przekonywanie do swoich racji są powiązane z udziałem w głosowaniach podczas walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Fundusz bardzo aktywnie pełni rolę współwłaściciela, starając się brać udział we wszystkich zgromadzeniach wszystkich spółek ze swojego portfela. W 2015 roku brał udział aż w 98% tego typu spotkań. Od 2015 roku w niektórych przypadkach jeszcze przed głosowaniem fundusz upublicznia swoje stanowisko na walnym zgromadzeniu wspólników i jego uzasadnienie, co jest dodatkową, choć zawoalowaną formą nacisku na zarządy spółek.

Mniej zawoalowaną formą presji jest wycofanie się norweskiego funduszu z danej spółki poprzez sprzedaż udziałów. Poprzez fakt szerokiej akcji informacyjnej, komunikującej przyczyny decyzji funduszu i piętnującej zachowanie firmy (tzw. *naming and shaming* jest z zasady stosowany przez Radę Etyki), wycofanie z inwestycji, a wcześniej czasem groźbę takiego działania w postaci rozpoczęcia procesu obserwacji, Norwegowie starają się oddziaływać także na zagraniczną opinię publiczną. Staje się to elementem dyplomacji publicznej, budowy pożądanego wizerunku państwa, również w oczach jego własnych obywateli popierających, jak już wspomnieliśmy, międzynarodową promocję zachowań uznawanych w Norwegii za etyczne.

Silne powiązanie dialogu („marchewki") z realizacją praw właścicielskich w czasie głosowań i możliwością wykluczenia spółki z portfela inwestycyjnego („kijem") oraz szczegółowe planowanie priorytetowych obszarów interwencji tworzą razem bardzo skomplikowany model oddziaływania funduszu za granicą. To oddziaływanie, podkreślmy, sięga znacznie dalej niż tylko do poziomu przedsiębiorstwa. Wpływając na przedsiębiorstwa, fundusz tak naprawdę realizuje szerszą agendę polityczną rządu.

Bardzo ciekawym przykładem tego typu postępowania była akcja lobbingowa przeprowadzona w 2008 roku w Stanach Zjednoczonych, wspierająca planowane przez Senat i Izbę Reprezentantów wprowadzenie nowych przepisów dotyczących ochrony klimatu w postaci krajowego systemu handlu emisjami (tzw. Lieberman-Warner Climate Security Act). Uznając Stany Zjednoczone za kluczowego aktora w polityce klimatycznej, a moment za odpowiedni (zbliżające się wybory), podjęto decyzję o koncentracji działań przedstawicieli

funduszu w tym kraju. Za tą decyzją poszły określone działania. Po pierwsze, przedstawiciele funduszu spotkali się z zarządami spółek ze swojego portfela w celu powstrzymania prowadzonych przez nie działań lobbingowych przeciwko ustawie. Po drugie, zorganizowano wiele spotkań w przedsiębiorstwach z sektora energetycznego i transportowego, przekonując je do poparcia planowanych zmian i podjęcia akcji lobbingowej wspierającej nowy projekt legislacyjny i uzyskując pozytywny odzew (Reiche, 2010, s. 3573). Fundusz podjął świadomą i szczegółowo zaplanowaną akcję mającą na celu wpłynięcie na kształt ustawodawstwa w innym państwie, poprzez oddziaływanie na tamtejsze elity biznesowe. Trudno jest określić skalę wpływu Norwegów na ostateczne przyjęcie ustawy, ale warto odnotować sam przyjęty przez nich sposób działania.

Model działania norweskiego PFM jest szeroko promowany na arenie międzynarodowej. Przedstawiciele rządu i Norges Bank są stale zapraszani do udziału w różnego rodzaju konferencjach, przyjmują także olbrzymią liczbę wizyt przedstawicieli różnych instytucji finansowych zainteresowanych szczegółami funkcjonowania GPFG. Według przedstawicieli Ministerstwa Finansów kilkadziesiąt zagranicznych funduszy różnego typu wdrożyło część norweskich rozwiązań w zakresie etycznego inwestowania. Najbardziej prominentnym funduszem był włoski Generali, zarządzający porównywalnie dużym portfelem inwestycyjnym. Norwegowie oddziałują również na organizacje międzynarodowe. Aktywnie włączyli się w prace Międzynarodowego Funduszu Walutowego nad zasadami z Santiago (szerzej zob. rozdział pierwszy), wywierając wielki wpływ na ich ostateczny kształt. Na forum Organizacji Narodów Zjednczonych uczestniczyli w przygotowaniu zestawu standardów odpowiedzialnego inwestowania, tzw. *UN Principles for Responsible Investment* (Reiche, 2010, s. 3575).

Government Pension Fund Global jest więc ważnym elementem norweskiej *soft power*, ważnym instrumentem dyplomacji publicznej. Bazując na wewnętrznej, społecznej zgodzie odnośnie do swojej „agendy etycznej", stara się dostępnymi sobie kanałami oddziaływać na państwa trzecie, kreując standardy, publicznie piętnując jedne zachowania, a promując inne. Warto też zauważyć za Clarkiem i Monkiem (2010, s. 18), że legitymizacja tych działań funduszu wypływa właśnie z szerokiego społecznego poparcia dla jego celów i przejrzystych procedur, według których podejmowane są decyzje[2].

2 W literaturze nazywa się to „epistemicznym proceduralizmem", w którym legitymizacja działań danej instytucji nie wynika z tego, że podejmuje dobre decyzje, ale z samego sposobu ich podejmowania (Estlund, 2008).

Wywieranie presji ekonomicznej

Często trafienie na norweską „czarną listę" przedsiębiorstw wykluczonych z inwestycji GPFG jest formą bezpośredniego nacisku na państwo trzecie. Pod płaszczykiem obrony zasad etycznych Norwegowie starają się ekonomicznie wspierać realizację założeń swojej polityki zagranicznej.

Dobrym przykładem jest ostracyzm wobec przedsiębiorstw inwestujących we wschodniej Jerozolimie, terytorium uznawanym przez rząd w Oslo za okupowane przez Izrael. Norweskie Ministerstwo Finansów w 2014 roku wykluczyło z listy potencjalnych celów inwestycyjnych GPFG dwa podmioty: Africa Israel Investments (AII) oraz Danya Cebus, spółkę notowaną na giełdzie, w której AII miała 82% udziałów. Powodem było zaangażowanie tych przedsiębiorstw w budowę osiedli izraelskich, które zdaniem rządu norweskiego „muszą być uznane za nielegalne" w świetle Czwartej Konwencji Genewskiej zabraniającej okupantowi przenoszenia swojej ludności cywilnej na terytoria okupowane (Johnson, 2014). Co ciekawe, obie wspomniane spółki, a także Shikun & Binui (izraelski deweloper) były już wykluczone wcześniej (odpowiednio w 2010 roku i 2013 roku) za udział w budowie osiedli na Zachodnim Brzegu Jordanu, ale zakaz inwestycyjny cofnięto po deklaracji spółki AII, że ani ona, ani żaden z jej podmiotów zależnych nie uczestniczy w budowie osiedli. Dołączając do bojkotu przedsiębiorstw budujących izraelskie osiedla, Norwegia wsparła tym samym politykę wielu państw europejskich, która miała na celu w tamtym czasie zatrzymanie akcji osadniczej na terytoriach uznawanych za palestyńskie[3].

Innym przykładem nacisku na Izrael było wykluczenie w 2009 roku z portfela inwestycyjnego izraelskiego producenta uzbrojenia Elbit Systems. Norweski minister finansów Kristina Halvorsen poinformowała o tym na konferencji prasowej, mówiąc o „współudziale spółki w łamaniu prawa międzynarodowego przez Izrael". Zaraz potem podobne decyzje ogłosił norweski państwowy fundusz emerytalny Kommunal Landspensjonkasse (KLP). Do Norwegów wkrótce dołączyła Szwecja, powołując się na te same argumenty; udziały swoje sprzedał także Deutsche Bank i największy duński bank Danske Bank (Hussein, 2015, s. 166–167).

[3] W styczniu 2014 roku holenderski fundusz emerytalny PGGM podjął podobną akcję, wycofując swoje udziały w pięciu bankach zaangażowanych w finansowanie budowy izraelskich osiedli na terytoriach okupowanych.

O wadze politycznej tej decyzji najmocniej świadczy fakt, że poinformował o niej sam minister, a strona izraelska zareagowała bardzo stanowczo. Szef izraelskiego Ministerstwa Spraw Zagranicznych wezwał ambasadora Norwegii, aby zaprotestować przeciwko decyzji oraz formie jej przekazania, konferencja norweskiego ministra odbyła się bowiem w tym samym czasie, w którym izraelski ambasador był informowany o sprawie przez norweskiego ministra spraw zagranicznych (Keinon, Katz, 2009). Kluczową rolę w całej tej sprawie odegrali palestyńscy aktywiści z ruchu *Stop the Wall*, walczący z budową muru na granicy między Izraelem i Autonomią Palestyńską. Dlatego też Izrael aresztował jednego z liderów ruchu Mohammada Othmana, gdy ten wracał ze spotkania z norweskim ministrem finansów (Nieuwhof, 2010). Warto przy tym zaznaczyć, że cała sprawa nie miała charakteru niszczącego dla całokształtu relacji norwesko-izraelskich, które pozostają poprawne, choć mocno zależne od układu politycznego w rządzie Norwegii, gdyż norweska lewica jest znacznie bardziej propalestyńska, a prawica z kolei nastawiona na pragmatyczną współpracę gospodarczą (Kamisher, 2016).

Kolejnym przykładem wykorzystania PFM do wywierania ekonomicznej presji jest zakaz zakupu papierów dłużnych niektórych państw. Fundusz nie może nabywać obligacji syryjskich, irackich czy północnokoreańskich, ale do stycznia 2014 roku też birmańskich. Ten ostatni przykład dobrze obrazuje polityczną arbitralność decyzji Norwegów. Zakaz zakupu papierów dłużnych Mjanmy (Birmy) został uchylony na długo przed wyborami przerywającymi monopol rządów reżimu wojskowego, które odbyły się dopiero w 2015 roku.

Polityczność obrony zasad etycznych prowadzi siłą rzeczy do oskarżeń o „podwójne standardy" (Landler, 2007). Skoro z inwestycji została wykluczona Mjanma, w której dochodziło do łamania praw człowieka, to dlaczego nie jest wykluczona Arabia Saudyjska, w której nagminnie łamane są prawa kobiet? Czy nie dlatego, że norweski Statoil prowadzi potężne interesy w tym kraju? A dlaczego nie są wykluczone Chiny? Czy nie dlatego, że relacje handlowe z tym krajem są zbyt ważne dla norweskiej gospodarki? Tego typu pytania można mnożyć, co jest mocnym dowodem, że działania Norwegii są również zwykłą, dyktowaną interesem polityką zagraniczną, a nie tylko „walką o przestrzeganie zasad etycznych", jak Norwegowie starają się to prezentować.

Sovereign Wealth Fund jako narzędzie pomocy rozwojowej

Działalność norweskiego funduszu majątkowego można rozpatrywać również w kontekście pomocy rozwojowej, jaką ten kraj udziela państwom rozwijającym się (Kamiński, 2015a). Norwegia jest jednym z największych dawców oficjalnej pomocy rozwojowej (Official Development Aid, ODA) na świecie (*Norwegian development aid in 2015*, 2016). Choć GPFG nie jest oficjalnie traktowany jako narzędzie polityki rozwojowej, to jednak w praktyce spełnia taką rolę.

Jeśli na politykę rozwojową spojrzymy nieco szerzej niż to zazwyczaj czyni się, zobaczymy wiele nowych instytucji zaangażowanych we wspieranie rozwoju, a wśród nich niektóre PFM (Vellano, Viterbo, 2015, s. 372). Odgrywają one tę rolę niejako przy okazji realizacji swoich głównych celów (ekonomicznych i politycznych), ale nie jest ona zupełnie bez znaczenia. Doskonale widać to w przypadku Norwegii, której fundusz podkreśla swoje zaangażowanie w walkę z czynnikami hamującymi rozwój gospodarczy w krajach, które nazywa eufemistycznie *frontier*, czyli leżących poza granicami tradycyjnego obszaru inwestycyjnego. Government Pension Fund Global, dbając o powstrzymanie zmian klimatycznych, poprawę zarządzania zasobami wody czy przestrzeganie praw dzieci, przyczynia się do wzmocnienia fundamentów długookresowego rozwoju, do których bez wątpienia możemy zaliczyć czyste środowisko, dostępne podstawowe zasoby i wykształcone społeczeństwo.

Fundusz robi to na różne sposoby. Po pierwsze, stara się wpływać na działalność przedsiębiorstw, które ma w portfolio poprzez uświadamianie wagi społecznej odpowiedzialności biznesu. Po drugie, lokuje swoje inwestycje bezpośrednio w krajach rozwijających się, co oczywiście stanowi wsparcie dla ich gospodarek. Nawet jeżeli nie są to w skali funduszu duże kwoty, to mają one pewne znaczenie w skali często bardzo niewielkich gospodarek krajów będących odbiorcami inwestycji. W tabeli 4.6 została przedstawiona lista wybranych krajów rozwijających się i wielkość inwestycji GPFG na tych rynkach[4]. Aktywa ze wszystkich rynków wschodzących stanowią około 10% portfela funduszu (Norges Bank Investment Management, 2016a, s. 27).

4 Wliczone są też inwestycje w akcje spółek zarejestrowanych w danym kraju, ale notowanych na giełdach poza jego granicami.

Tabela 4.6. Inwestycje Government Pension Fund Global w wybranych krajach rozwijających się (na koniec 2015 roku, w milionach dolarów)

Nazwa kraju	Wartość inwestycji
Jordania	793,94
Wietnam	158,78
Nigeria	136,10
Tunezja	136,10
Kenia	124,76
Panama	68,05
Maroko	51,03
Oman	47,63
Sri Lanka	30,62
Bangladesz	18,14
Botswana	15,87
Kazachstan	11,34

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu rocznego Government Pension Fund Global (Norges Bank Investment Management, 2016a).

Ciekawy jest przykład Bangladeszu. Norweski PFM zainwestował w tym kraju 18 milionów dolarów w szesnaście różnych spółek. Ambasador Norwegii w Dhace wymienił te inwestycje w wywiadzie dla miejscowej prasy w jednym rzędzie z 35 milionami dolarów pomocy, jakiej udzielił Bangladeszowi Norfund, wyspecjalizowany norweski fundusz inwestujący w słabo rozwiniętych krajach (Imtiaz, 2016). Świadczy to o tym, że obie instytucje w relacjach z krajami takimi jak Bangladesz odgrywają podobną rolę – są instrumentami pomocy rozwojowej. W przypadku Sri Lanki fundusz zainwestował prawie 31 milionów dolarów w dwanaście różnych spółek z sektora finansowego, przemysłu, telekomunikacji i dóbr konsumpcyjnych. Fakt ten został od razu wykorzystany propagandowo przez norweskiego ambasadora (*World's largest sovereign fund means biz in Sri Lanka*, 2016), a potem podkreślony podczas wizyty premier Norwegii Erny Solberg na wyspie, w sierpniu 2016 roku, która miała na celu podkreślenie zacieśniających się więzi gospodarczych pomiędzy obydwoma krajami. Inwestycje GPFG były zresztą tylko jednym z elementów norweskiej ofensywy inwestycyjnej na Sri Lance, obok inwestycji w branży ICT, mocno powiązanych z działalnością edukacyjną mającą na celu wzmocnienie pozycji cejlońskich kobiet.

4.4. Fundusz pod ścisłą kontrolą państwa

Podobnie jak w przypadku poprzedniego studium przypadku poświęconego Chińskiej Republice Ludowej w tej części rozdziału zajmiemy się analizą wybranych czynników (zmiennych niezależnych) mogących mieć wpływ na wykorzystanie PFM do działań politycznych na arenie międzynarodowej. Ponownie przypomnijmy, że strukturę naszych rozważań narzucają cztery wyszczególnione w rozdziale drugim czynniki:

1) poziom kontroli państwa nad PFM,
2) potęga państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych,
3) wielkość zasobów finansowych będących w posiadaniu PFM danego państwa oraz
4) poziom przejrzystości działań inwestycyjnych.

W przypadku pierwszej z analizowanych zmiennych wyróżniono pięć czynników decydujących o charakterze tej zależności:

1) jedność państwa,
2) spójność celów pomiędzy państwem a funduszami majątkowymi,
3) naturę zależności pomiędzy państwem a funduszem (powiązania własnościowe, wpływ państwa na zarządzanie działalnością funduszu i struktura jego finansowania),
4) liczbę PFM, które podlegają kontroli państwa,
5) bilans zasobów pomiędzy państwem a funduszami.

Jedność państwa norweskiego na arenie międzynarodowej, czyli jego zdolność do działania jak jednorodny, racjonalny aktor, jest w zasadzie w literaturze niepodważana. Autorzy (Leira, 2013; Pisarska, 2015) podkreślają raczej niezwykłą spójność i powszechny społeczny konsens wokół głównych założeń polityki zagranicznej Norwegii. Fundamentalnym elementem tej polityki jest promowanie pokoju i zrównoważonego rozwoju, oparte na głęboko zakorzenionych przekonaniach społecznych. Liberalne społeczeństwo norweskie uważa, że starania o promowanie pokoju i „naprawianie świata" to właśnie to co „czyni nas Norwegami".

W dużym, reprezentatywnym badaniu z 2005 roku aż 92% ankietowanych poparło idee dzielenia się norweskimi zasobami z innymi, poprzez działalność humanitarną i działania na rzecz pokoju (Leira, 2013, s. 339). Taki wysoki wynik był rezultatem norweskich doświadczeń historycznych i dominacji przez ponad sto lat idei liberalnych w dyskursie publicznym. Z drugiej zaś strony, jak argumentuje Neumann (2011), taka polityka Norwegii jest dość

charakterystyczna dla małych i średnich państw, w których dobrze pojętym interesie (własne bezpieczeństwo) jest utrzymanie stabilności systemu międzynarodowego oraz zyski wizerunkowe, jakie można uzyskać z prowadzonej w ten sposób polityki.

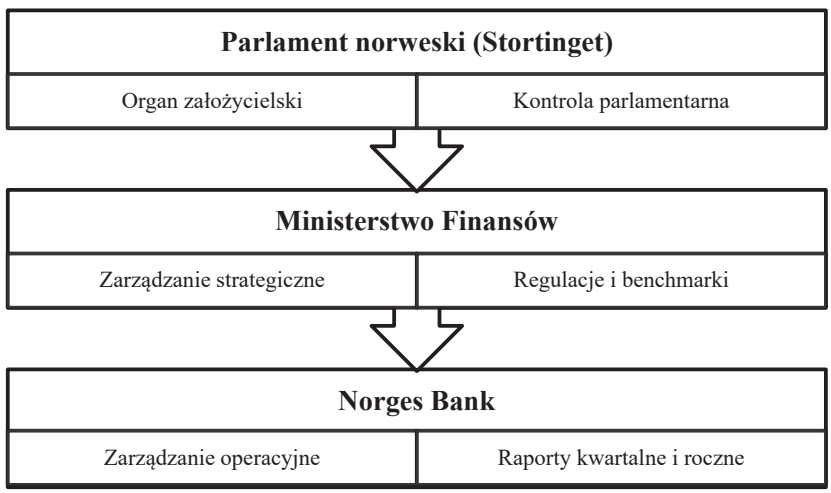
Nawet jeśli w Norwegii dochodzi do istotnych zmian politycznych na najwyższych szczeblach władzy, to modyfikacje dotyczące prowadzenia polityki zagranicznej są nieznaczne. Przykładem może być wygrana partii chadeckiej w 2013 roku, która odsunęła od władzy lewicową koalicję socjalistów i zielonych. Nowy rząd wprowadził korekty w polityce, na przykład, jak już wspominaliśmy, poprawiając relacje z Izraelem, ale nie zaniechał piętnowania przedsiębiorstw inwestujących na terenach uznawanych za okupowane. Przytaczany już przykład wykluczenia z portfolio GPFG izraelskich deweloperów inwestujących we wschodniej Jerozolimie miał przecież miejsce w roku 2014, czyli już w okresie rządów prawicy. Konkludując, możemy więc zaznaczyć, że zarówno w warstwie materialnej (faktyczne działania), jak i retorycznej państwo norweskie charakteryzuje się wysokim stopniem jedności.

Drugim z badanych elementów jest spójność celów pomiędzy państwem a funduszem majątkowym. Ta kwestia też raczej nie przedstawia większych wątpliwości. Cele GPFG są ustalane przez rząd norweski, a ich realizacja kontrolowana przez parlament. Precyzyjnie określone benchmarki i omawiany już wyżej kodeks etyczny stanowią dla menedżerów funduszu wyraźne granice ich autonomii decyzyjnej. Nie jest publicznie znany przypadek wystąpienia wyraźnego konfliktu interesów i sytuacji, w której zarządzający funduszem starali się blokować, wstrzymywać czy wręcz torpedować działania państwa. Dlatego też w norweskim przypadku trudno oddzielić cele funduszu od celów państwa i możemy tu mówić o wysokiej zbieżności celów, uprawdopodabniającej kontrolę nad funduszem. Potwierdzają to zresztą słowa ministra finansów Kristiny Halvorsen, która jasno zadeklarowała: „nie może być dużej różnicy pomiędzy norweską polityką zagraniczną a polityką funduszu" (Shemirani, 2011, s. 61).

Trzecim analizowanym czynnikiem jest natura zależności pomiędzy funduszem a państwem. Przypomnijmy, że zachowaniu kontroli będzie sprzyjać sytuacja, w której fundusz jest bezpośrednio własnością państwa, menedżerowie PFM są bezpośrednio powoływani przez czynniki rządowe, a środki finansowe pochodzą wyłącznie z kasy państwa. I właśnie z taką sytuacja mamy do czynienia w przypadku GPFG.

Za zarządzanie funduszem odpowiada Ministerstwo Finansów, wyznaczając strategię inwestycyjną, benchmarki oraz zasady etyczne. Samo ministerstwo podlega nadzorowi parlamentu, który jako organ założycielski funduszu sprawuje kontrolę nad jego działaniami. Za zarządzanie operacyjne odpowiada Norges Bank raportujący do Ministerstwa Finansów (rysunek 4.2).

Rysunek 4.2. Struktura zarządzania Government Pension Fund Global i rola poszczególnych instytucji



Źródło: opracowanie własne.

Sytuacja, w której mandat inwestycyjny funduszu jest tak dokładnie regulowany przez państwo, nie jest typowa. W większości globalnych instytucji finansowych poziom swobody menedżerów jest znacznie większy (Clark i in., 2013, s. 76).

Środki funduszu stanowią część budżetu państwa i rząd norweski ma prawo z nich korzystać. Zgodnie z ustaloną prawnie zasadą, fundusz przekazuje rocznie 4% wartości zgromadzonych środków, co jest zbieżne z przewidywaną średnią stopą zwrotu. W rezultacie kapitał GPFG nie jest pomniejszany, aby zaspokoić bieżące wydatki budżetowe, ale zachowywany na potrzeby przyszłych pokoleń.

Jeśli powiążemy budżetowy status środków funduszu ze ścisłymi mechanizmami rządowego nadzoru nad zarządzaniem nimi, widzimy wyraźnie, że natura powiązań pomiędzy GPFG a władzami Norwegii bardzo sprzyja kontroli państwa nad PFM.

Dwa ostatnie czynniki to liczba PFM, które podlegają kontroli państwa oraz bilans zasobów pomiędzy państwem a funduszem. W przypadku Norwegii mamy do czynienia tylko z jednym funduszem majątkowym. Zgodnie z teorią agencji (Kassim, Menond, 2003) taki układ sprzyja kontroli państwa, ale w stopniu mniejszym niż układ oligopolistyczny, w którym rząd jest zdecydowanie silniejszy od każdej z kontrolowanych instytucji, którym trudniej uzyskać większą autonomię. Niemniej jednak w warunkach profesjonalnie zorganizowanego systemu nadzoru nad funduszem, przejrzystych mechanizmów raportowania i podległości decyzyjnej, GPFG nie ma możliwości „zerwania się z łańcucha”. Dobra organizacja systemu kontroli, zaangażowanie w niego wysoko wykwalifikowanych ekspertów (Rada Etyki składa się z profesorów) niwelują możliwość zaistnienia sytuacji, w której menedżerowie funduszu osiągają znaczną przewagę kompetencyjną nad funkcjonariuszami państwa nadzorującymi ich pracę.

Analiza wszystkich pięciu czynników warunkujących kontrolę państwa nad PFM prowadzi nas do konkluzji, że w przypadku Norwegii jest ona bardzo silna. W szczególności jest to związane z faktem bardzo sprawnego sytemu organizacji politycznego nadzoru nad działalnością funduszu oraz bardzo ścisłych powiązań GPFG z państwem, na co zwracali już uwagę Clark i współpracownicy (2013, s. 75) oraz Shemirani (2011, s. 59). Taka sytuacja z całą pewnością sprzyja politycznemu wykorzystaniu tej instytucji finansowej.

4.5. Ekonomiczne ramię „kieszonkowego mocarstwa globalnego”

W rozdziale drugim opisaliśmy przyjęte założenie, że aktywna dyplomacja ekonomiczna jest powiązana z poziomem ambicji geopolitycznych danego państwa. Ten z kolei jest zależny od potęgi państwa. Do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej i wykorzystywania siły gospodarczej w stosunkach międzynarodowych mocarstwa powinny mieć zatem większą skłonność niż państwa małe i dysponujące ograniczonymi zasobami. Przykład Norwegii zdaje się kwestionować prawdziwość powyższego założenia.

Jak już wspominaliśmy, norweska polityka zagraniczna od wielu lat charakteryzuje się dużymi ambicjami i globalnym zakresem. Dzięki skutecznemu wykorzystaniu swoich ograniczonych zasobów ten peryferyjny i niewielki kraj wpływa na agendę międzynarodową w stopniu dużo większym niż wynikałoby to z jakichkolwiek miar jego potęgi (Pisarska, 2015).

Pamiętajmy, że według na przykład *National Power Index* zajmuje on dopiero trzydzieste pierwsze miejsce (National Power Project, 2013). Państwo norweskie możemy więc obrazowo określić jako „kieszonkowe mocarstwo globalne" – niewielkie państwo, ale starające się oddziaływać globalnie, a nie jedynie na swoje bezpośrednie otoczenie międzynarodowe. Takie podejście z pewnością wyróżnia Norwegię na tle innych państw podobnej wielkości (Norwegię zamieszkuje jedynie pięć milionów ludzi).

Norweska polityka globalna jest bardzo silnie zogniskowana wokół promocji szeroko rozumianej idei pokoju (Leira, 2013) oraz zrównoważonego rozwoju. Dlatego też Norwegia mocno angażuje się w wysiłki na rzecz światowego pokoju, walki ze zmianami klimatycznymi czy też biedą. Jak napisał Jonas Gahr Støre, minister spraw zagranicznych w latach 2005–2012 (Leira, 2013, s. 349):

> Obecnie Norwegia jest krajem z polityczną i ekonomiczną „nadwyżką". Jesteśmy dostatecznie silni, aby wziąć na siebie część odpowiedzialności za tworzenie lepszego świata. (…) Musimy wyraźnie pokazać, że bierzemy część tej odpowiedzialności; w sposób wykraczający poza oczekiwania reszty świata wobec nas. Mamy zasoby, dzięki którym możemy zrobić różnicę; mamy polityczną i ekonomiczną „nadwyżkę", która nas do tego obliguje [tłumaczenie własne TK][5].

Cytowane powyżej słowa dobrze zresztą oddają popularny wśród Norwegów obraz swojego kraju jako „moralnego i humanitarnego supermocarstwa", który stał się jednym z symboli narodowych. Z drugiej zaś strony ten „pokojowy aktywizm" prowadzi do podniesienia pozycji kraju na arenie międzynarodowej i zwiększa możliwości osiągania również innych celów polityki zagranicznej (Leira, 2013, s. 353).

Warto też zauważyć, że z uwagi na pozostawanie poza Unią Europejska rząd w Oslo nie jest zobligowany do koordynowania swojej polityki z innymi państwami członkowskimi. W rezultacie zachowuje większą elastyczność polityczną i często prowadzi działania odmienne niż kraje Unii Europejskiej. Przykładem może być utrzymywanie kontaktów z Tamilskimi Tygrysami na Sri Lance czy organizacją Hamas w Palestynie, które to organizacje były

[5] Oryginalne brzmienie cytatu: „In our times, Norway is a political and economic surplus nation. We have the strength to carry our part of the responsibility for creating a better world. (…) We must visibly show that we take at least our part of the responsibility; that we are going above and beyond what the rest of the world could normally expect. We have the resources to make a difference; we have a political and economic surplus that obligates".

wpisane przez Unię Europejską na listę ugrupowań terrorystycznych. Norwegowie w utrzymaniu dialogu widzieli natomiast swoją szansę na ustawienie się w pozycji mediatora i „pokojowego brokera".

Jak zatem widzimy, poziom ambicji politycznych Norwegii jest znacząco większy niżby to wynikało z obiektywnej oceny wielkości potencjału tego kraju. Stąd Norwegowie są zmuszeni do szukania dla siebie nisz, w których mogliby skutecznie oddziaływać na agendę międzynarodową (takich właśnie jak *peace diplomacy*) oraz maksymalnie wykorzystywać te zasoby, które mają.

Government Pension Fund Global jest jedną z nielicznych, naprawdę mocnych kart w talii norweskiej polityki zagranicznej. Posiadając średnio 1,3% akcji wszystkich notowanych na światowych giełdach spółek, norweski fundusz jest jedną z najpotężniejszych instytucji finansowych na świecie. Niewielka liczba innych istotnych politycznie zasobów w połączeniu z dużymi ambicjami skłania rząd w Oslo do wykorzystywania w celach politycznych swojego funduszu majątkowego. Nie mając dużych zasobów wojskowych, wielkich wpływów politycznych w organizacjach międzynarodowych, Norwegia jest skazana na użycie instrumentów ekonomicznych. Jak już wspomniano, bardzo często ma to charakter „miękki", powiązany z dyplomacją publiczną i próbami perswazyjnego wpływania na procesy polityczne w innych krajach.

Przykład Norwegii kwestionuje hipotezę, że państwa niewielkie, odlegle sytuowane w gronie światowych potęg będą mieć mniejszą skłonność do używania PFM w celach politycznych. Wydaje się, że nie potęga kraju ma tu decydujące znaczenie, ale właśnie poziom ambicji politycznych, a oba te czynniki nie zawsze jak się okazuje idą w parze.

4.6. Bogaty i transparentny – o norweskim funduszu wiemy (prawie) wszystko

Norweski fundusz mający aktywa o wartości wycenianej przez SWF Institute w lutym 2018 roku na 1 bilion dolarów jest bezsprzecznie największy na świecie. W przeciwieństwie też do wielu innych PFM (na przykład chińskich) całość jego działalności inwestycyjnej odbywa się na rynkach zagranicznych. Jak już wspomniano, wielkość tej instytucji finansowej i globalny charakter jej aktywności pozwalają zaliczyć ją do grona „wszechstronnych właścicieli" (*universal owners*), nielicznego grona inwestorów kierujących się nieco innymi przesłankami niż pozostali (Urban, 2012a). Zasoby funduszu są też bardzo

wysokie w relacji do norweskiego produktu krajowego brutto (PKB), gdyż przekraczają jego dwukrotność (Szukalski, 2014, s. 116). Jakby więc nie liczyć, potencjał finansowy norweskiego funduszu jest bardzo znaczący.

W rozdziale drugim poczyniono założenie, że użycie PFM jako skutecznego instrumentu oddziaływania na otoczenie międzynarodowe jest zależne od wielkości portfela inwestycyjnego tej instytucji. Jednocześnie jednak zastrzeżono, że w przypadku wielu funduszy dokładne określenie tej wielkości nie jest możliwe z uwagi na utajnianie przez nie danych finansowych. W przypadku norweskiego GPFG ten problem nie występuje, ponieważ fundusz prowadzi wzorcową wręcz politykę informacyjną.

Kwartalne i doroczne raporty przynoszą potężną dawkę informacji o kierunkach inwestycyjnych, stopie zwrotu, strukturze sektorowej i podziale geograficznym. Government Pension Fund Global nie publikuje co prawda pełnej listy wszystkich swoich transakcji inwestycyjnych, ale o wielu z nich otwarcie informuje. Nic więc dziwnego, że w obu rankingach przejrzystości PFM znajduje się na pierwszym miejscu. W rankingu *Scoreboard* (Bagnall, Truman, 2013) zdobył on w 2012 roku aż dziewięćdziesiąt osiem punktów[6] na sto możliwych do uzyskania i przy pięćdziesięciu czterech punktach stanowiących wynik średni dla całej kategorii PFM. Według wskaźnika przejrzystości Linaburga-Maduella Norwegowie zajmują również pierwsze miejsce, gromadząc dziesięć punktów w dziesięciostopniowej skali oceny.

Działalność GPFG jest zatem dowodem na to, że nie ma bezpośredniej zależności pomiędzy stopniem upolitycznienia PFM a jego transparentnością. O ile w przypadku funduszy chińskich wskazywaliśmy, że brak przejrzystości może pomagać w ich wykorzystywaniu w celach politycznych, o tyle w przypadku Norwegów widać wyraźnie, że otwartość temu też nie przeszkadza. Prowadząc najbardziej przejrzystą politykę informacyjną wśród wszystkich PFM na świecie, nie stronią od wykorzystywania funduszu do realizacji celów swojej polityki zagranicznej. Co ciekawe, z tym też się nie kryją, co stawia ich w zupełnie wyjątkowej pozycji wśród innych instytucji z tej grupy, najczęściej podkreślających wyłącznie komercyjne motywacje swoich działań.

Przykład norweskiego funduszu podkreśla zarazem wagę czynnika wielkości aktywów jako determinanty działań politycznych. Użycie wielu metod

6 Do najwyższej noty zabrakło mu jednego drobnego elementu – autorzy uznali, że choć fundusz publikuje wiele informacji o wykorzystaniu instrumentów pochodnych (derywatów), to nie układają się one w prezentacji spójnej polityki w tym zakresie.

oddziaływania politycznego, na przykład wspomnianego lobbingu z wykorzystaniem przedstawicieli spółek ze swojego portfela, byłoby niemożliwe bez inwestycji wartych miliardów, które przekładają się na odpowiednio duży procent udziałów i co za tym idzie skalę wpływu na zarządzanie nabywanymi przedsiębiorstwami.

4.7. Konkluzje

W przeciwieństwie do większości innych krajów posiadających państwowe fundusze majątkowe Norwegowie specjalnie nie ukrywają, że fundusz GPFG realizuje nie tylko cele ekonomiczne państwa, ale także polityczne. Jak zostało wykazane w niniejszym rozdziale, PFM jest wykorzystywany trojako: jako narzędzie dyplomacji publicznej, do wywierania presji ekonomicznej na inne podmioty oraz jako narzędzie pomocy rozwojowej.

Szczególnie ciekawe wydaje się wykorzystywanie swoich wpływów w zagranicznych przedsiębiorstwach do działalności lobbingowej. Poprzez oddziaływanie na elity biznesowe fundusz może wpływać na kształt ustawodawstwa w innych państwach. Jest to jak do tej pory dość słabo opisany w literaturze instrument oddziaływania politycznego, z całą pewnością zasługujący na pogłębioną analizę.

Analiza zmiennych niezależnych wskazała wyraźnie, że czynnikiem silnie determinującym polityczne użycie GPFG jest wysoki stopień kontroli państwa nad funduszem. Mając oparcie w powszechnym społecznym konsensie wokół głównych założeń polityki zagranicznej Norwegii i odpowiednich mechanizmach instytucjonalnych, rząd norweski ma bardzo silny wpływ na działanie PFM. Fundusz stał się jednym z instrumentów prowadzenia bardzo ambitnej, globalnej polityki przez bardzo niewielkie państwo, położone peryferyjnie i dysponujące niskim potencjałem. To między innymi właśnie dzięki przemyślanemu wykorzystywaniu potężnych zasobów finansowych zgromadzonych w funduszu Norwegia może oddziaływać na międzynarodową politykę w stopniu niedostępnym dla większości państw jej wielkości.

Co jest również godne podkreślenia, analiza wykazała zupełny brak zależności pomiędzy politycznym wykorzystywaniem PFM a jego transparentnością. Norweski fundusz działa w sposób niemal wzorcowo przejrzysty, a jednocześnie jednak realizuje agendę polityczną. Przywoływana w literaturze zależność pomiędzy upolitycznieniem a stopniem przejrzystości w przypadku funduszu norweskiego nie występuje.

ROZDZIAŁ 5

Państwowe fundusze majątkowe w polityce zagranicznej Rosji

5.1. Wprowadzenie

Dominic Lieven, brytyjski historyk specjalizujący się w dziejach Rosji, twierdzi, że kraj ten „jest dziś słabszy niż kiedykolwiek w ostatnich trzystu latach" (*Special report: Russia*, 2016). Słabość gospodarcza, utrata pozycji globalnego mocarstwa i związanego z tym prestiżu oraz możliwości oddziaływania, a także rosnące poczucie zagrożenia ze strony Zachodu, który wypiera Rosję z jej tradycyjnej strefy wpływów, wszystko to jest bardzo mocno odczuwane przez Rosjan. Emocje te bardzo dobrze oddał w 2005 roku Władimir Putin, mówiąc o tym, że rozpad ZSRR był „największą geopolityczną katastrofą stulecia". Walcząca z własnymi słabościami Rosja dostała jednak niespodziewaną szansę w postaci gwałtownego wzrostu cen surowców energetycznych na początku XXI wieku, co poskutkowało szybkim wzrostem dochodów budżetowych i pozwoliło między innymi na odbudowanie rezerw finansowych, których część była gromadzona w państwowych funduszach majątkowych. Warto zatem zastanowić się, czy i w jaki sposób fundusze te posłużyły Rosji do celów politycznych i czy Federacja Rosyjska, podobnie jak Chiny i Norwegia, prowadzi za pomocą PFM motywowane politycznie inwestycje zagraniczne.

W poniższym rozdziale zostanie przeanalizowana rola, jaką pełnią fundusze majątkowe w polityce zagranicznej Rosji. Odpowiemy też na pytanie o uwarunkowania tego politycznego zaangażowania, zgodnie z przyjętą strukturą analizy wybranych przypadków. W pierwszej części rozdziału zostaną zaprezentowane działające w Rosji fundusze majątkowe, historia ich powstania i sposób działania. W drugiej będzie omówione miejsce, jakie zajmują one w rosyjskiej polityce zagranicznej. Następnie analizie będą poddane cztery wyszczególnione zmienne niezależne, czyli poziom kontroli władz państwowych nad działaniami funduszu, ambicje geopolityczne Rosji, zasoby finansowe pozostające w dyspozycji PFM oraz poziom transparentności ich działań.

5.2. Charakterystyka państwowych funduszy majątkowych w Rosji

Początek XXI wieku zbiegł się z okresem gospodarczej stabilizacji w Rosji, która przełożyła się na wzrost dochodów budżetowych. Obok zmian prawnych i pewnej racjonalizacji polityki budżetowej, dokonanej przez administrację prezydenta Władimira Putina, zasadniczym ich czynnikiem był wzrost cen surowców. Ceny ropy naftowej, które pod koniec lat 90. ubiegłego wieku kształtowały się poniżej 20 dolarów za baryłkę, przekroczyły w 2005 roku poziom 50 dolarów. W rezultacie gwałtownie rosły dochody Rosji ze sprzedaży surowców energetycznych, które w 2005 roku stanowiły aż 50% budżetu federalnego (Shemirani, 2011, s. 119). W tej sytuacji rząd rosyjski stanął przed wyzwaniem rozsądnego zagospodarowania nowych strumieni pieniędzy płynących do budżetu, a także zniwelowania negatywnych konsekwencji nagłego wzrostu dochodów z wydobycia surowców, to jest efektu inflacyjnego czy „choroby holenderskiej”[1].

W tych warunkach pojawił się pomysł stworzenia państwowego funduszu majątkowego, Funduszu Stabilizacyjnego (Stabilisation Fund), który w rosyjskich kręgach eksperckich dojrzewał już od jakiegoś czasu (Lopez-Carlos, 2001). Oficjalnie został on po raz pierwszy zaprezentowany w dokumencie koncepcyjnym Ministerstwa Finansów w lutym 2003 roku. W maju 2003 roku prezydent Władimir Putin wezwał do stworzenia takiego funduszu, a w grudniu Duma przegłosowała stosowne przepisy umożliwiające jego powstanie. Formalnie powstał on 1 stycznia 2004 roku, a zasady jego działania zostały określone w dekrecie rządowym z 23 stycznia 2010 roku (Fortescue, 2010, s. 113).

Cel działania funduszu nie został określony prawnie, ale minister finansów Aleksei Kudrin jasno powiedział, że będzie on używany do operacji sterylizacji mającej zredukować efekt inflacyjny napływających do Rosji dewiz w wyniku sprzedaży surowców naturalnych. W sytuacji spadku cen

[1] „Choroba holenderska”, czyli regres gospodarczy spowodowany odkryciem i intensywną eksploatacją złóż surowców naturalnych rodzi się z „paradoksu obfitości”. Dostęp do „łatwych” pieniędzy osłabia tradycyjną etykę pracy, zmniejsza chęć rozwijania przedsiębiorczości, obniża dyscyplinę finansową, a także prowadzi do stosowania lekkomyślnych praktyk budżetowych (http://tremblingoftheworld.blogspot.com/2012/02/paradoks-obfitosci-choroba-holenderska.html).

surowców środki funduszu miały redukować deficyt budżetowy. Fundusz był zarządzany przez rosyjskie Ministerstwo Finansów we współpracy z bankiem centralnym. Po zakumulowaniu minimum 500 miliardów rubli fundusz miał przeznaczać nadwyżkę na finansowanie deficytu budżetowego, spłatę długów zagranicznych lub nawet finansowanie zobowiązań emerytalnych państwa.

W koncepcji Kudrina oraz Andreia Illarionova, doradcy ekonomicznego prezydenta Putina odpowiedzialnego za stworzenie idei funduszu, sterylizacja miała polegać na reinwestowaniu za granicą środków przekazywanych do funduszu, w obligacje amerykańskie oraz w trzynastu wskazanych krajach europejskich[2]. Co ciekawe, wcale jednak tak się nie działo.

Początkowo środki były akumulowane w rublach na koncie w banku centralnym. Fortescue (2010, s. 115) podejrzewa, że mogło to wynikać z obawy Rosjan o ewentualne sądowe zajęcie tych zainwestowanych środków w związku ze sporem prawnym toczonym ze szwajcarską firmą Noga. Szwajcarzy twierdzili, że rząd rosyjski nie rozliczył się z nimi prawidłowo z kontraktu i starał się sądownie zabezpieczyć rosyjski majątek na poczet ewentualnego nakazu zapłaty. W ten sposób na granicy szwajcarsko-niemieckiej zatrzymano w listopadzie 2005 roku kilkadziesiąt dzieł sztuki z moskiewskiego Muzeum Puszkina, o wartości ubezpieczeniowej ponad 1 miliard dolarów (Belton, 2008). Spór ostatecznie zakończył się dopiero w 2009 roku (*Noga loses Swiss court battle against Russia*, 2009), ale rosyjski fundusz zaczął swoje inwestycje zagraniczne wcześniej, już w lipcu 2006 roku.

Dzięki rosnącym cenom surowców doszło do szybkiej akumulacji środków w funduszu. Zaledwie miesiąc po jego założeniu na rachunku funduszu zgromadzono 106 miliardów rubli, a na koniec 2004 roku 522 miliardy rubli, co oznaczało przekroczenie zakładanego poziomu, od którego dopuszczono możliwość wypłat z funduszu. I rzeczywiście już w styczniu 2005 roku cała ta nadwyżka została przeznaczona na spłatę państwowych długów w Międzynarodowym Funduszu Walutowym i Klubie Paryskim (Shemirani, 2011, s. 120–121). W kolejnych latach z pieniędzy funduszu przed czasem były spłacane kolejne transze rosyjskich długów, co zdaniem ministra Kudrina pozwoliło zaoszczędzić na odsetkach miliardy rubli.

2 Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Portugalia, Hiszpania oraz Wielka Brytania.

Sposób zarządzania pieniędzmi zgromadzonymi w Funduszu Stabilizacyjnym wywołał zażartą dyskusję w Rosji, w którą oprócz polityków i ekspertów włączyła się nawet cerkiew prawosławna (Popova, 2008. s. 110). Minister Kudrin argumentował, że zasadnicza część środków funduszu powinna być „inwestowana w zagraniczne obligacje, a reszta w duże zagraniczne przedsiębiorstwa" (Shemirani, 2011, s. 121). Illarionow przekonywał, że „pieniądze z funduszu stabilizacyjnego z zasady nie mogą być wydawane w kraju" (Stewart, 2007). Po przeciwnej stronie stali ci, którym od początku nie podobała się idea „wyprowadzania pieniędzy za granicę". Do tej grupy należał przede wszystkim sam Władimir Putin, a także oficjele z Ministerstwa Rozwoju Gospodarczego i Handlu oraz komunistyczni i nacjonalistyczni politycy z proputinowskiej partii Jedna Rosja. Uważali oni, że środki funduszu powinny być przeznaczone na inwestycje w krajową gospodarkę. Lobbyści z Gazpromu i Rosnieftu domagali się inwestowania w rosyjskie *blue chipy*, a przedstawiciele administracji i politycy w projekty infrastrukturalne. Na pieniądze z funduszu mieli też ochotę przedstawiciele resortów siłowych, stanowiący bezpośrednie zaplecze Putina. Tym ostatnim udało się nawet doprowadzić do aresztowania Sergieja Storchaka, wiceministra odpowiedzialnego za fundusz, i oskarżenia go o defraudację. To miało osłabić pozycję Kudrina w oczach Putina i otworzyć drogę do odebrania mu kontroli nad środkami funduszu (Stewart, 2007). Co ciekawe, i co sporo mówi o stosunkach panujących w Moskwie, Putin był podatny na te wewnętrzne żądania polityczne. W szczególności ze strony „przemysłowców", czyli biznesmenów, często z przeszłością w Komitecie Bezpieczeństwa Publicznego (KGB), w których interesie leżało uzyskanie dostępu do środków PFM.

Walka o kontrolę nad funduszem doprowadziła do rozpoczęcia dyskusji o podziale Funduszu Stabilizacyjnego na dwie odrębne instytucje, o zróżnicowanych sposobach działania i celach inwestycyjnych. Decyzje w tej sprawie zapadały na najwyższych szczeblach władzy, a ogłosił je sam prezydent Putin.

Pierwszego lutego 2008 roku zaczęły działać dwie nowe instytucje: Fundusz Rezerwowy (Reserve Fund, RF) oraz National Wealth Fund (NWF), początkowo nazwany Funduszem dla przyszłych pokoleń (Fund for Future Generations, w niektórych publikacjach nazywany także National Welfare Fund). Obie miały funkcjonować pod pełną kontrolą Ministerstwa

Finansów, sprawowaną „w przyjaznej współpracy" z bankiem centralnym. Pierwszy z funduszy miał inwestować w zagraniczne papiery wartościowe, a maksymalna wielkość jego budżetu została ustalona na 10% rosyjskiego produktu krajowgo brutto (PKB). Nadwyżki miały być przekazywane do drugiego funduszu, NWF, który miał je aktywnie inwestować w przedsięwzięcia obarczone większym ryzykiem (szukając zysku na poziomie 6,5%–7% rocznie).

Fundusz Rezerwowy miał inwestować bardzo konserwatywnie (tabela 5.1), przede wszystkim w papiery skarbowe tych samych czternastu krajów co wcześniej Fundusz Stabilizacyjny, ale także w przedsięwzięcia prowadzone we współpracy z międzynarodowymi instytucjami, takimi jak na przykład Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju oraz rządowymi agencjami (na przykład słynne amerykańskie fundusze nieruchomości Freddie Mac, Fannie Mae). Zasadniczym celem jego działalności miało być gromadzenie kapitału i wspieranie w razie potrzeby budżetu państwa. Fundusz miał być zasilany z przychodów ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego, w tym w szczególności z dochodów z tytułu podatków od wydobycia surowców oraz ceł eksportowych.

Tabela 5.1. Limity inwestycyjne funduszy rosyjskich w podziale na rodzaje aktywów (w procentach)

Rodzaje aktywów	Reserve Fund	National Wealth Fund
Obligacje skarbowe	50–100	80
Agencje rządowe i banki centralne	0–30	15
Instytucje międzynarodowe	0–15	5
Depozyty	0–15	0

Źródło: Fortescue (2010, s. 121).

National Wealth Fund otrzymał niemal takie same wytyczne, z lekko tylko zmodyfikowanymi pułapami dla poszczególnych klas aktywów (tabela 5.1). Inwestycje w akcje i nieruchomości były z niego wyłączone. W żadnym razie takiego mandatu inwestycyjnego nie można było nazwać „agresywnym", ale fundusz miał aktywnie pomnażać kapitał, aby w przyszłości wesprzeć realizację zobowiązań emerytalnych Rosji[3]. Zarządzające funduszem

3 Oficjalna strona funduszu definiuje cel instytucji następująco: „NWF is dedicated to support pension system of the Russian Federation to guarantee long-term

Ministerstwo Finansów błyskawicznie, bo już w lutym 2008 roku zaczęło aktywnie inwestować między innymi w amerykańskie rządowe fundusze rynku nieruchomości. W szczytowych momentach (w listopadzie 2009 roku i maju 2011roku) wartość środków NWF oscylowała w okolicach 94 miliardów dolarów (*Volume of the National Wealth Fund*, 2017).

Powstanie funduszy zbiegło się w czasie ze światowym kryzysem gospodarczym, którego konsekwencje szybko też dotarły do Rosji. Okazało się, że inwestycje w amerykańskie fundusze rynku nieruchomości Freddie Mac i Fannie Mae były zupełnie nietrafione. Rosyjskie PFM poniosły dotkliwe straty. W ich wyniku RF otrzymał zakaz inwestowania w tego typu instytucje.

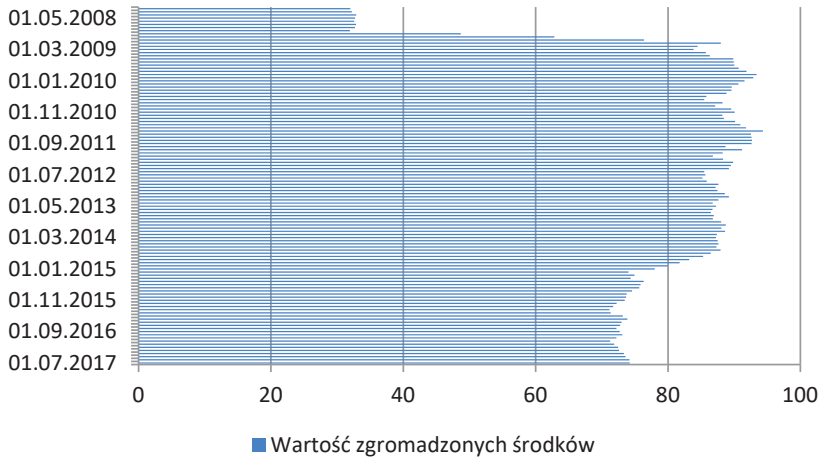
Straty z inwestycji zagranicznych były jednak niczym dla rosyjskich PFM w porównaniu z konsekwencjami, które przyniosły decyzje polityczne rządu. Szybko okazało się, że kryzys światowy bardzo głęboko dotknął też gospodarkę rosyjską. W 2009 roku produkt krajowy brutto (PKB) zmniejszył się o niemal 8%, doszło do ostrej dewaluacji rubla i załamania gospodarczego (Aslund i in., 2010). W tej sytuacji fundusze musiały ratować budżet federalny oraz największe rosyjskie przedsiębiorstwa, a w szczególności banki. Doszło więc do gwałtownej realokacji środków PFM, które teraz miały bezpośrednio inwestować w gospodarkę krajową, a nie za granicą. Decyzje podejmował ten sam minister Kudrin, który przez lata starał się o jak największe umiędzynarodowienie inwestycji podległych mu PFM.

Jako pierwsze zostały naruszone zasoby NWF, z którego dekretami rządowymi w latach 2008–2009 zabrano ponad bilion rubli. Jak widać jednak na wykresie 5.1, łączna wartość środków funduszu nie zmniejszyła się znacząco w okresie światowego kryzysu. Do istotnego uszczuplenia wartości aktywów doszło dopiero później, w latach 2014–2015, gdy Rosję uderzyły konsekwencje spadających cen surowców oraz sankcji gospodarczych będących rezultatem aneksji Krymu i wojny w Donbasie (Black, Johns, 2016; Wood i in., 2015).

---

sound functioning of the system. Fund's primer assignments are to co-finance voluntary pension savings of Russian citizens and to balance budget of Pension Fund of the Russian Federation" (http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/mission/).

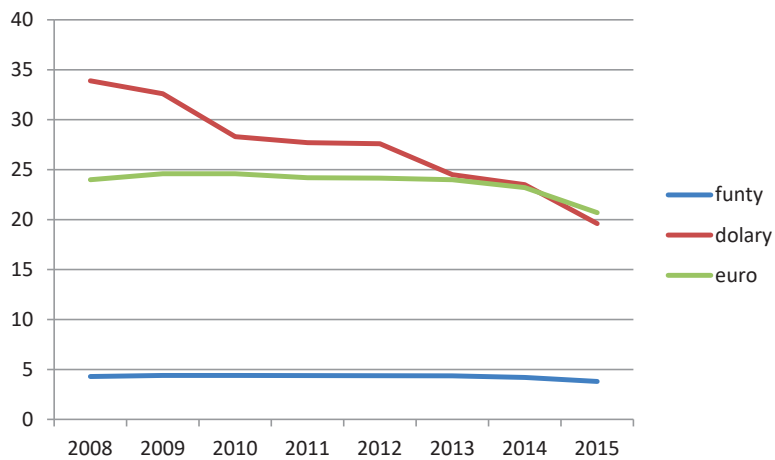
Wykres 5.1. Wartość środków zgromadzonych w National Wealth Fund (w miliardach dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rosyjskiego Ministerstwa Finansów (*Volume of the National Wealth Fund*, 2017).

Widać to dobrze na wykresie 5.2, który pokazuje jak zmieniała się wartość walut zagranicznych zgromadzonych w funduszu. Znacząco zmniejszyły się jedynie inwestycje dolarowe, z niemal 35 miliardów dolarów na koniec 2008 roku do niecałych 20 miliardów dolarów w 2015 roku. Środki denominowane w funcie brytyjskim i euro ulegały w badanym okresie niewielkim zmianom.

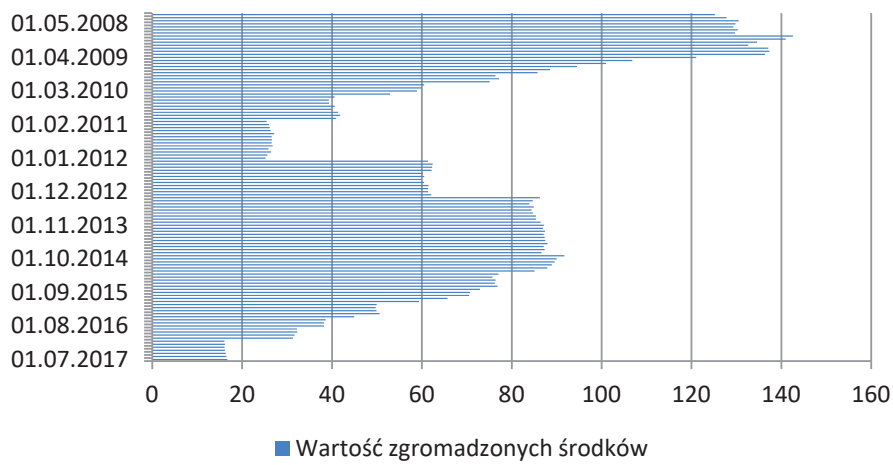
Wykres 5.2. Wartość środków zgromadzonych w National Wealth Fund w poszczególnych walutach w latach 2008–2015 (w miliardach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rosyjskiego Ministerstwa Finansów.

Jako główny rezerwuar środków służących do równoważenia rosyjskiego budżetu posłużył Fundusz Rezerwowy. Został on naruszony po raz pierwszy w marcu 2009 roku, kiedy prezydent Putin wydał rozporządzenie przekazujące 1,6 biliona rubli (około 45,8 miliarda dolarów) na ograniczenie deficytu w budżecie Federacji Rosyjskiej. Wkrótce potem do budżetu przekazano dwie kolejne transze w wysokości odpowiednio 2,76 biliona rubli oraz 1,5 biliona rubli (Fortescue, 2010, s. 123). Łącznie między rokiem 2008 a rokiem 2011 fundusz został w znacznej mierze wydrenowany; w styczniu 2011 roku FR dysponował już tylko kwotą 25 miliardów dolarów, czyli ponadpięciokrotnie mniejszą niż dwa lata wcześniej.

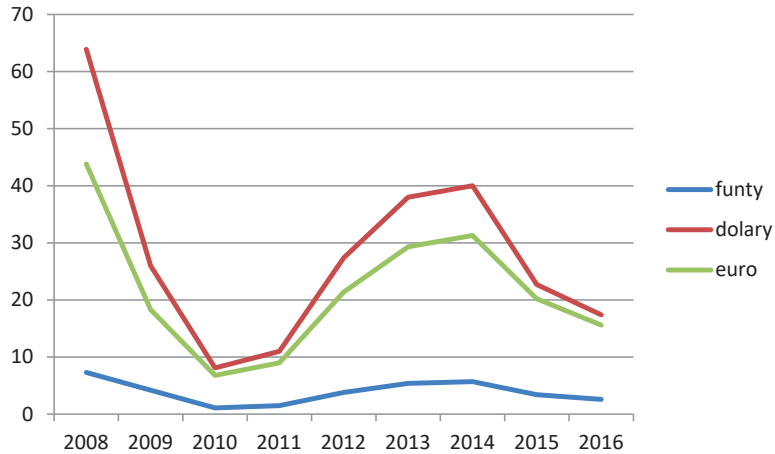
Wykres 5.3. Wartość środków zgromadzonych w Reserve Fund (w miliardach dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rosyjskiego Ministerstwa Finansów (*Volume of the Reserve Fund*, 2017).

W szczególności zmniejszeniu uległy aktywa denominowane w dolarach i euro, w których zarządzający funduszem przechowywali zdecydowaną większość środków. Jak widać na wykresach 5.3 oraz 5.4, zasoby funduszu silnie fluktuowały. Po szczycie wyprzedaży w 2010 roku nastąpił okres mozolnego odbudowywania rezerw, które jednak ponownie zaczęły być wyprzedawane od roku 2015.

Wykres 5.4. Wartość środków zgromadzonych w Reserve Fund w poszczególnych walutach w latach 2008–2016 (w miliardach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rosyjskiego Ministerstwa Finansów.

Warto też zauważyć, że środki wycofywane z Funduszu Rezerwowego nie trafiały najczęściej bezpośrednio do budżetu państwa, lecz zasilały odpowiedzialny za program ratunkowy dla rosyjskiego sektora finansowego Vnesheconombank[4] lub trafiały do państwowych przedsiębiorstw z branży wydobywczej, takich jak na przykład Gazprom czy Łukoil. Również NWF dużą część swoich środków przekazywał Vnesheconombankowi w formie depozytów (Shemirani, 2011, s. 127). Pokazuje to jak bardzo działalność rosyjskich PFM odbiegała od pierwotnych planów ich twórców. Zamiast akumulacji dochodów z surowców naturalnych i inwestowania za granicą, fundusze w dużej mierze musiały operować w kraju. Zamiast prowadzić gospodarczą ekspansję międzynarodową, musiały służyć do gaszenia finansowych „pożarów" w samej Rosji.

Podobną rolę spełnia trzeci i najmłodszy z rosyjskich PFM, założony w czerwcu 2011 roku, Russian Direct Investment Fund (RDIF). To niewątpliwie najciekawszy z rosyjskich funduszy, ponieważ jego celem nie jest inwestowanie za granicą, a przyciąganie inwestycji do Federacji Rosyjskiej. Nawiązując współpracę z zagranicznymi inwestorami, przede wszystkim z funduszami majątkowymi, dokonuje wspólnych inwestycji w wybrane sektory rosyjskiej

4 Państwowa instytucja zaliczana do kategorii banków rozwoju, nieprowadząca komercyjnej działalności, ale skupiona na wspomaganiu realizacji polityki społeczno-ekonomicznej rządu (http://www.veb.ru/en/about/mission/).

gospodarki. Russian Direct Investment Fund stanowi tym samym wyjątkowy przykład funduszu, wymykający się definicjom PFM, choć oficjalnie zaliczający się do tej kategorii inwestorów.

Dysponuje on kapitałem założycielskim w wysokości 10 miliardów dolarów. Według oficjalnych danych w ciągu sześciu lat działalności fundusz zdołał przyciągnąć kapitał zagraniczny o wartości 900 miliardów rubli, samemu dokładając 100 miliardów rubli, co daje łącznie niebagatelną kwotę biliona rubli (około 16 miliardów dolarów według kursu z 8 lipca 2017 roku). Z kolei około 30 miliardów dolarów zostało zadeklarowane jako kapitał inwestycyjny w ramach ponad dwudziestu partnerstw zawartych przez fundusz z partnerami zagranicznymi (*Russian Direct Investment Fund*, 2017).

Do najważniejszych partnerów z całą pewnością należą Chiny i Indie (tabela 5.2). Z tym pierwszym krajem podpisano pięć umów, a z drugim cztery. Zdecydowana większość porozumień zakłada wspólne inwestycje w Rosji, najczęściej w infrastrukturę, przemysł oraz sektor energetyczny. Tylko część porozumień zakłada tworzenie jakichś form instytucjonalnych współpracy, choć najczęściej o mało skonkretyzowanej formie nazwanej „platformą inwestycyjną". Najbardziej zaawansowaną formę instytucjonalną przybrało porozumienie z chińskim CIC – powstał fundusz z własnymi strukturami, osobowością prawną (*private equity fund*) i stroną internetową (*Russia-China Investment Fund*, 2017).

Tabela 5.2. Wykaz zagranicznych partnerstw inwestycyjnych zawartych przez Russian Direct Investment Fund

Kraj	Partner zagraniczny	Nazwa platformy inwestycyjnej	Data zawarcia partnerstwa	Deklarowana wartość ogólna	Wkład rosyjski
1	2	3	4	5	6
Chiny	China Investment Corporation	Russia-China Investment Fund	2012	2 miliardy dolarów	1 miliard dolarów
Indie	State Bank of India (SBI)		2012	2 miliardy dolarów	1 miliard dolarów
Japonia	Japan Bank for International Cooperation (JBIC)	Russian--Japanese Investment Platform	2013	1 miliard dolarów	490 milionów dolarów

1	2	3	4	5	6
Włochy	Fondo Strategico Italiano (FSI)	Russian--Italian Investment Platform	2013	1 miliard euro	500 milionów euro
Francja	Caisse des Dépôts International (CDC International)	Russia--France Investment Fund	2013	300 milionów euro	150 milionów euro
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Mubadala Development Company (Mubadala)		2013	2 miliardy dolarów	1 miliard dolarów
Korea Południowa	Korea Investment Corporation (KIC)	Russian--Korean Investment Platform	2013	500 milionów dolarów	b.d.
Bahrajn	Mumtalakat		2014	500 milionów dolarów	b.d.
Katar	Qatar Investment Authority		2014	2 miliardy dolarów	b.d.
Turcja	Renaissance Holding		2014	b.d.	b.d.
Indie	IDFC Ltd		2014	500 milionów dolarów	500 milionów dolarów
Indie	Tata Power		2014	b.d.	b.d.
Arabia Saudyjska	Public Investment Fund (PIF)		2015	10 miliardów dolarów	b.d.
Kuwejt	Kuwait Investment Authority (KIA)		2015	1 miliard dolarów	b.d
Chiny	CITIC Merchant	Russia-China Investment Bank	2015	b.d.	b.d.
Egipt	Egyptian Ministry of Investment		2015	b.d.	b.d.

Tabela 5.2. (cd.)

1	2	3	4	5	6
Chiny	Silk Road Fund		2015	b.d.	b.d.
Indie	National Investment and Infrastructure Fund	Russia-India Investment Fund	2016	2 miliardy dolarów	1 miliard dolarów
Tajlandia	Charoen Pokphand Group (C.P. Group)		2016	1 miliard dolarów	b.d.
Wietnam	The Vietnamese State Capital Investment Corporation (SCIC)	Russian--Vietnamese Investment Platform	2016	250 milionów dolarów	250 milonów dolarów
Chiny	Tus-Holdings	Russia-China Venture Fund (RCVF)	2016	100 milionów dolarów	b.d.
Zjednoczone Emiraty Arabskie	DP World	DP World Russia	2016	2 miliardy dolarów	b.d.
Chiny	Inventis Investment Holdings		2016	500 milionów dolarów	b.d.
Turcja	Türkiye Wealth Fund (TWF)	Russia--Turkey Investment Fund	2017	500 milionów dolarów	500 milionów dolarów
Armenia	SME Investments	Russia--Armenia Investment Fund	2017	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych RDIF (*Russian Direct Investment Fund*, 2017).

Warto podkreślić, że co do zasady porozumienia były podpisywane podczas wizyt na najwyższym szczeblu, w obecności prezydenta lub premiera, co wskazuje na ich polityczny charakter. Bardzo wiele tych porozumień pozostało jednak tylko na poziomie deklaracji, nigdy nie materializując się w postaci realnie

zainwestowanych środków. Przykładem jest podpisane podczas oficjalnej wizyty Putina w Indiach porozumienie pomiędzy RDIF a State Bank of India (SBI). Poza ogłoszeniem wspólnej dwumiliardowej inicjatywy inwestycyjnej (*Russia's RDIF, SBI to invest $2 billion in projects*, 2012) próżno szukać jakichkolwiek realnych działań idących w ślad za tym porozumieniem. Cztery lata później, podczas spotkania Putina z indyjskim premierem Narendrą Modim na wyspie Goa, ogłoszono ponownie wspólną inicjatywę pod nazwą Russia-India Investment Fund. Tym razem po stronie indyjskiej partnerem był fundusz National Investment and Infrastructure Fund. Przy ogłaszaniu porozumienia strony ani słowem nie zająknęły się o poprzedniej umowie (*Russian state fund to co-invest $1 billion in India*, 2016).

Podobnie „martwe" są inne porozumienia (na przykład z Koreą i Francją). Przy niektórych nawet nie podano zakładanej wielkości planowanych wspólnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Wszystko to świadczy o tym, że partnerstwa z udziałem RDIF mają często charakter czysto polityczny, są deklaracją woli, a nie konkretnymi, wiążącymi zobowiązaniami o charakterze prawnym.

Podsumowując analizę rosyjskich funduszy majątkowych, należy zauważyć, że pełnią one zasadniczo inną rolę niż opisywane w poprzednich rozdziałach fundusze chińskie i norweskie. W badanym okresie nie prowadziły one ekspansywnej polityki inwestycyjnej za granicą, nie nabywały udziałów w znaczących międzynarodowych przedsiębiorstwach i nie stały się ważnym graczem na najważniejszych światowych giełdach. Ich aktywność w dużej mierze sprowadzała się do ratowania rosyjskiej gospodarki, najpierw przed skutkami globalnego kryzysu finansowego, a potem spadku cen surowców i międzynarodowych sankcji nałożonych na Rosję po aneksji Krymu. Nie oznacza to jednak, że fundusze nie były wykorzystywane do celów polityki zagranicznej, co zostanie udowodnione w kolejnym podrozdziale.

5.3. Narzędzie geoekonomii – przykłady użycia funduszy majątkowych w polityce zagranicznej Federacji Rosyjskiej

Rola rosyjskich funduszy majątkowych w polityce zagranicznej Moskwy tylko z pozoru była niewielka. Analizując działania PFM, możemy wyróżnić dwa sposoby ich politycznego użycia przez Kreml. Po pierwsze, służą one jako instrument osłabiania zachodniej presji ekonomicznej na Rosję i przyciągania

inwestycji. Rola ta stała się szczególnie istotna po wprowadzeniu sankcji gospodarczych przez Zachód. Po drugie, w celu wywarcia bezpośredniej presji ekonomicznej mającej na celu skłonienie innego państwa do działania zgodnie z interesem Rosji. National Wealth Fund odegrał bardzo ważną rolę w wojnie o utrzymanie Ukrainy w rosyjskiej strefie wpływów. Prześledźmy na przykładach, jak Rosjanie stosują te dwie metody.

Instrument osłabiania skutków zachodniej presji ekonomicznej na Rosję i przyciągania inwestycji

Światowy kryzys gospodarczy skutkował wielkim odpływem kapitału z rynków wschodzących. Tylko w latach 2008–2010 inwestorzy wycofali z Rosji aż 223 miliardy dolarów, co skutkowało oczywiście znaczącym spadkiem wartości rubla. Sytuacja powtórzyła się w latach 2014–2015, kiedy odpłynęło z Rosji 208,5 miliarda dolarów (Dokuchaev, 2016). Było to spowodowane w dużej mierze sankcjami gospodarczymi nałożonymi na Rosję po inwazji tzw. zielonych ludzików na Krym, które ograniczyły możliwości inwestowania w Federacji Rosyjskiej, a wielu inwestorów skłoniły do wycofania kapitału.

W tych warunkach środki zgromadzone w PFM stały się bardzo ważnym instrumentem stabilizowania budżetu państwa, ratowania rubla i giełdy oraz łagodzenia innych skutków finansowych gwałtownego odpływu kapitału z Rosji. W szczególności rosyjskie banki, takie jak Gazprombank czy VTB, otrzymały wielomiliardową pomoc, która pozwoliła im zachować płynność finansową i spłacać swoje zobowiązania. W rezultacie polityczne możliwości wykorzystania PFM, w szczególności najbardziej drenowanego Reserve Fund, jako narzędzia polityki zagranicznej były w badanym okresie niewielkie.

Inaczej wyglądała sytuacja w przypadku powstałego w 2011 roku funduszu RDIF. Zasadniczym celem jego funkcjonowania było przyciąganie inwestycji do Rosji, poprzez system partnerstw i porozumień zagranicznych negocjowanych na najwyższym szczeblu politycznym. Fakt zaangażowania polityków najwyższego szczebla wskazuje, że działania RDIF były realizacją zagranicznej polityki ekonomicznej państwa.

Najlepszym przykładem jest rola RDIF w relacjach rosyjsko-chińskich. Chiny stały się z perspektywy Kremla główną alternatywą pozwalającą zmniejszyć zależność od zachodniego kapitału. Elity moskiewskie bardzo też liczyły na sfinansowanie przez Chińczyków infrastruktury energetycznej na Syberii, która pozwoliłaby na eksport ropy naftowej i gazu ziemnego do Państwa Środka.

Pekin wykorzystywał jednak politycznie fakt, że po raz pierwszy w historii najnowszej to Chiny stały się partnerem silniejszym, zyskując wieloaspektową przewagę nad Rosją w relacjach wzajemnych, co świetnie w swojej książce opisał Michał Lubina (2014). Zabiegi rosyjskie o kapitał chiński spotykały się więc z ambiwalentną postawą Pekinu, o czym z kolei obszernie pisał Robert Jakimowicz (2015).

W 2012 roku fundusze CIC i RDIF podpisały memorandum w sprawie założenia chińsko-rosyjskiego funduszu inwestycyjnego. Miał on zainwestować 4 miliardy dolarów (70% w Rosji), z tego po miliardzie dolarów wykładały obie umawiające się strony, a resztę miały stanowić środki pozyskane z zewnątrz (*China, Russia sign memorandum over launching of joint fund*, 2012). Po pięciu latach trudno jednak uznać tę inicjatywę za sukces. Udało się zrealizować jedynie dziewiętnaście inwestycji o łącznej wartości 1 miliarda dolarów.

Mimo niezrealizowania poprzedniej inicjatywy, a może właśnie dlatego, 4 lipca 2017 roku podczas wizyty prezydenta Xi Jinpinga w Moskwie podpisano kolejne porozumienie z udziałem RDIF. Tym razem zadecydowano o utworzeniu funduszu denominowanego w juanach, o wartości 68 miliardów renminbi (około 11 miliardów dolarów), który ma finansować transgraniczne projekty rosyjsko-chińskie. Znany analityk Alexander Gabuev z Carnegie Moscow Center z powątpiewaniem ocenia perspektywy sukcesu nowej inicjatywy: „Jeśli wydanie 1 miliarda dolarów zajęło ponad pięć lat, to na wydanie 10 miliardów dolarów trzeba będzie poczekać z pięćdziesiąt" (Hille, Sedon, 2017).

O ile nie jest znana kwota ostatecznie zainwestowana przez rosyjsko-chiński fundusz w Rosji, o tyle wiadomo, na jakiego typu inwestycjach Moskwie zależałoby najbardziej. Przede wszystkim chodzi o inwestycje w sektor energetyczny, w tym infrastrukturę przesyłową, która pozwoliłaby zrealizować wynegocjowany w 2014 roku trzydziestoletni „kontrakt stulecia" na dostawy gazu do Chin (Perlez, 2014).

Porozumienie gazowe z Chińczykami było jednym z całej serii politycznych ruchów Moskwy, które miały pokazać światu, że „Wielka Rosja" nie boi się izolacji ze strony Zachodu i za nic ma sankcje, gdyż ma wiele alternatyw. W latach 2014–2015 podpisano całą serię różnych porozumień: z Bahrajnem, Katarem, Turcją, Indiami, Arabią Saudyjską, Kuwejtem… Ich cechą wspólną były mniej lub bardziej mgliste określenie zamiarów inwestycyjnych danego partnera w Rosji i każdorazowy udział RDIF w przedsięwzięciu po stronie rosyjskiej. Kierowana przez Kirilla Dmitrieva instytucja jest użytecznym narzędziem

używanym do zawierania ważnych propagandowo i wizerunkowo porozumień inwestycyjnych z państwami trzecimi. Jeśli dodamy, że porozumienia te są w większości zupełnie „martwe", to znaczy nie idą za nimi żadne realne inwestycje, to widać wyraźnie, że ekonomia ma w tym przypadku niewielkie znaczenie. Fundusz służy do budowy odpowiedniego wizerunku Rosji na arenie międzynarodowej.

Narzędzie bezpośredniej presji ekonomicznej

Państwowy fundusz majątkowy posłużył też Rosji do wywarcia presji politycznej na Ukrainę. Tym samym użycie przez Moskwę National Wealth Fund stało się bardzo jaskrawym i przemawiającym do wyobraźni dowodem na wykorzystywanie PFM w polityce zagranicznej. Blackwill i Harris (2016) potraktowali to jako koronny dowód zamykający dyskusję o „wyłącznie komercyjnych" motywacjach funduszy. Przyjrzyjmy się zatem temu przypadkowi, gdyż jest on faktycznie niezwykle ciekawy.

Zbigniew Brzeziński (1998) ukuł i spopularyzował tezę, że „bez Ukrainy Rosja przestaje być euroazjatyckim imperium". Stwierdzenie to, nawet jeśli nie oddaje w pełni rzeczywistości, to z całą pewnością oddaje poglądy rosyjskich przywódców. Historia niepodległej Ukrainy jest znaczona niezwykle silną presją rosyjską, która miała uniemożliwiać okcydentalizację tego kraju i jego trwałe zakotwiczenie w strukturach politycznych i gospodarczych Zachodu. Kijów, choć prowadził politykę dość ograniczonego uczestnictwa w sterowanych przez Rosję inicjatywach integracyjnych w przestrzeni postradzieckiej, jednak nie był w stanie się w pełni wyzwolić z zależności gospodarczej i energetycznej od wielkiego sąsiada (Dragneva-Lewers, Wolczuk, 2015, s. 8). Mimo podejmowanych prób, takich jak „pomarańczowa rewolucja", wpływy moskiewskie, umiejętnie umacniane przez popularne rosyjskojęzyczne media, były jednym z głównych czynników kształtujących ukraińską politykę.

Bardzo ważnym elementem wywierania wpływu na Ukrainę były narzędzia ekonomiczne. Nawet w okresie kryzysu gospodarczego Rosja nadal na szeroką skalę prowadziła inwestycje w tym kraju. Rosyjskie koncerny, wspierane przez państwo, a same wspierające gospodarcze interesy państwa, wykorzystały kryzys w celu wzmocnienia swojej pozycji nad Dnieprem. W styczniu 2009 roku Elwira Nabibulina, minister ds. rozwoju gospodarczego, ogłosiła nawet otworzenie specjalnej komórki koordynującej państwowe i prywatne (*sic*!)

działania inwestycyjne w krajach Wspólnoty Niepodległych Państw, a także pomoc gospodarczą udzielaną przez Rosję (Giusti, 2011). Rosja bezwzględnie wykorzystywała ukraińskie problemy z obsługą zadłużenia do zwiększenia uzależnienia tego kraju od kredytów rosyjskich. Uczestniczyły w tym przede wszystkim banki państwowe, co świadczy o tym, że działania te były sterowane przez Kreml (Matuszak, 2012).

Ponadto Rosja wywierała na Ukrainę presję ekonomiczną za pomocą spółek sektora energetycznego, grożąc podwyżkami cen surowców lub obniżając cenę w zamian za koncesje polityczne. Przykładem niech będzie porozumienie z Ukrainą przedłużające o dwadzieścia pięć lat możliwość wykorzystywania przez Rosję bazy marynarki wojennej na Krymie. Umowa ta była powiązana z podpisanym w kwietniu 2010 roku porozumieniem gazowym. Dla władz ukraińskich obniżenie ceny gazu było niezmiernie ważne, ponieważ tylko w ten sposób rząd mógł przygotować budżet z deficytem poniżej 6%, który był warunkiem uzyskania kolejnej transzy kredytu z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (Górska, Wołowski, 2010).

Te wszystkie geoekonomiczne narzędzia zostały również użyte w momencie politycznego przesilenia w roku 2013. Prezydent Wiktor Janukowycz miał polecieć na szczyt Partnerstwa Wschodniego do Wilna, aby podpisać układ stowarzyszeniowy będący zwieńczeniem wielu lat ukraińskich starań i trudnych negocjacji (Cienciara, 2014). Na kilka dni przed szczytem Janukowycz ogłosił, że ostatecznie nie podpisze dokumentu, co było katalizatorem wybuchu ulicznej rewolty (tzw. euromajdanu), która ostatecznie przyniosła zasadnicze zmiany polityczne, pozbawiła go prezydentury i uruchomiła ciąg wydarzeń prowadzących do utraty części terytorium (Allison, 2014).

Do wykonania tej nagłej wolty skłoniła Ukrainę Rosja. Według relacji prezydenckiej doradczyni Jovity Neliupšiene, Wiktor Janukowycz w rozmowie telefonicznej z litewską prezydent Darią Grybauskaite wprost przedstawił powody odstąpienia od podpisania umowy. Ukraina została zaszantażowana wprowadzeniem ograniczeń importowych w handlu z Rosją, co byłoby zabójcze szczególnie dla przedsiębiorstw na wschodzie kraju (Traynor, 2013). Groźba została uzupełniona o „marchewkę" w postaci hojnego pakietu pomocowego. Po pierwsze, Kijów miał otrzymać 33-procentową obniżkę ceny gazu. Po drugie, docierając do najbardziej interesującej nas kwestii, Rosja zaoferowała wykup ukraińskich długów na kwotę 15 miliardów dolarów. Pieniądze miały pochodzić z National Wealth Fund, jednego z rosyjskich PFM

(Kelly, 2013). Wykup był w zasadzie pożyczką, która miała zapewnić Ukrainie zachowanie płynności finansowej, ale podlegała zwrotowi.

Ze względu na ucieczkę prezydenta Janukowycza i ogłoszenie przez nowe władze „zwrotu na Zachód", Rosja zdążyła w grudniu 2013 roku wykupić jedynie euroobligacje o wartości 3 miliardów dolarów (207 miliardów rubli). Ruch ten umożliwił potem Rosji dalsze szantażowanie będącej na skraju bankructwa Ukrainy koniecznością przedterminowego wykupu długu z uwagi na złamanie zapisów umowy pożyczki. Putin długo grał tą kartą, oferując odroczenia płatności, podział pożyczki na raty, ale jednocześnie grożąc wystąpieniem o przedterminową jej spłatę.

Wreszcie 18 grudnia 2015 roku ukraińska minister finansów Natalia Jaresko oficjalnie zadeklarowała odmowę spłaty rosyjskiego długu. Premier Arsenij Jaceniuk dodał, że kwotę długu zamierza wliczyć w poczet wielomiliardowych odszkodowań za rosyjską okupację Krymu oraz interwencję na wschodniej Ukrainie (Olearchyk, 2015). Zamknęło to możliwości szantażu, ale rozpoczęło rosyjsko-ukraiński spór prawny przed sądem arbitrażowym w Londynie, który został wskazany w umowie pożyczki jako właściwy do rozwiązywania sporów. W pierwszej instancji zapadł wyrok korzystny dla Rosji, ale sprawa znajdzie swój finał zapewne dopiero w roku 2018 albo 2019 (Strohecker, 2017). Należy podkreślić, że 3 miliardy dolarów to z punktu widzenia ukraińskiego budżetu kwota potężna, stanowiąca ponad 11% planowanych na 2017 rok przychodów.

Jednak najważniejsza w tej sprawie była podjęta 16 grudnia 2015 roku przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) decyzja o uznaniu rosyjskiej pożyczki za „dług komercyjny, a nie państwowy". To było bardzo ważne rozróżnienie. Tradycyjnie instytucja ta odmawia bowiem współpracy z krajami, które nie spłacają zobowiązań finansowych wobec innych krajów. Rosja mogła zatem liczyć na to, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy przymusi Kijów do spłaty długu, grożąc odcięciem finansowania. Tak się jednak nie stało. Zachód, mający dominującą pozycję w MFW, wykorzystał tę instytucję w swojej geoekonomicznej rozgrywce z Rosją o Ukrainę. Fundusz stał się głównym narzędziem pomocy finansowej dla Kijowa i w sporze z Moskwą stanął po ukraińskiej stronie. Kijów mógł odmówić spłaty rosyjskiego długu, co jak już wspomniałem wyżej miało miejsce dwa dni później. Sprawa ta została bardzo ciekawie przedstawiona przez Michaela Hudsona (2016) jako element nowej „gospodarczej zimnej wojny" między Wschodem (Rosją i Chinami)

a Zachodem (Stanami Zjednoczonymi i Unią Europejską), w której instytucje finansowe stają głównymi narzędziami walki[5]. W tej perspektywie państwowe fundusze majątkowe stają się częścią „arsenałów" stron.

Omawiana transakcja rosyjskiego PFM miała więc jednoznacznie polityczny charakter. Putin użył National Wealth Fund do geoekonomicznej rozgrywki z Ukrainą i ze wspierającym ją Zachodem. Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że przypadek ten jest jednym z najbardziej wyrazistych przykładów wykorzystania PFM w polityce zagranicznej państwa.

5.4. Pod pełną polityczną kontrolą

W tej części rozdziału zajmiemy się analizą wybranych czynników (zmiennych niezależnych) mogących mieć wpływ na to, czy i w jakim zakresie Rosja była w stanie wykorzystać PFM do działań politycznych. Podobnie jak w poprzednich studiach przypadków analiza będzie obejmować cztery wyszczególnione w rozdziale drugim czynniki:

1) poziom kontroli państwa na PFM,
2) potęgę państwa i wynikający z niej poziom ambicji politycznych,
3) wielkość zasobów finansowych będących w posiadaniu PFM danego państwa oraz
4) poziom przejrzystości działań inwestycyjnych.

Pierwszą z analizowanych zmiennych jest poziom kontroli państwa nad PFM. Przypomnijmy, że w rozdziale drugim wyróżniono pięć czynników decydujących o charakterze tej zależności:

1) jedność państwa,
2) spójność celów pomiędzy państwem a funduszami majątkowymi,
3) naturę zależności pomiędzy państwem a funduszem (powiązania własnościowe, wpływ państwa na zarządzanie działalnością funduszu i struktura jego finansowania),
4) liczbę PFM, które podlegają kontroli państwa,
5) bilans zasobów pomiędzy państwem a funduszami.

Polityka zagraniczna Rosji była przedmiotem bardzo licznych studiów szerokiego grona badaczy (między innymi Bieleń, Raś, 2008; Mankoff, 2009;

[5] Artykuł może być dla polskiego czytelnika dość kontrowersyjny z powodu przyjęcia przez autora rosyjskiego punktu widzenia na konflikt z Ukrainą, niemniej w warstwie faktograficznej jest niezwykle cenny.

Tsygankov, 2016). Większość naukowców przyjmuje, że państwo rosyjskie działa jak homogeniczny, racjonalny aktor na arenie międzynarodowej. Wszystkie ruchy Rosji na arenie międzynarodowej można wytłumaczyć realizacją jej subiektywnych interesów i preferencji, które możemy w uproszczeniu sprowadzić do dwóch punktów (Tarnawski, 2010, s. 83):

1) przywrócenie Rosji miejsca wśród potęg współczesnego świata,
2) stworzenie odpowiednich warunków do rozwoju gospodarczego, który warunkuje odgrywanie aktywnej roli w globalnej polityce.

Do takiego postrzegania Rosji zachęca też Fiodor Łukianow, rosyjski analityk specjalizujący się w polityce zagranicznej, z którym przeprowadziłem wywiad (Łukianow, 2015). Podkreśla on wyjątkową rolę Władimira Putina, gwarantującego jedność państwa:

> W dzisiejszej Rosji to prezydent Putin uosabia państwowość rosyjską, co może jest złe, ale dziś konsolidacja jego władzy oznacza stabilność rosyjskiego państwa. Największym problemem będzie przełamanie tego stanu rzeczy w przyszłości. I nawet nie chodzi mi o problem przejęcia władzy przez kogoś innego niż Putin, bo odpowiednia osoba się znajdzie. Problemem jest samoidentyfikacja Rosjan. Ta sowiecka już odeszła w przeszłość, a system postsowiecki nigdy nie był w stanie wykreować nowej samoidentyfikacji narodu. Putin zdaje sobie sprawę, że Rosjanie tego potrzebują. Potrzebują nowego ideologicznego zakorzenienia, dla swojej pracy i rozwoju kraju. Prezydent roztacza przed nimi wizję społeczeństwa opartego na tradycyjnych wartościach, ale jednocześnie zdolnego do szybkiego rozwoju.

Jednoosobowe przywództwo Putina jest oparte na bardzo silnych wpływach państwa na niemal każdy obszar życia w Rosji, w tym w szczególności na gospodarkę. Ten wpływ z czasem jest jeszcze bardziej umacniany. Pomiędzy rokiem 2005 a 2015 udział państwa w PKB podwoił się z 35% do 70% (*Special report: Russia*, 2016). Rola państwa w gospodarce umocniła się zwłaszcza w czasie kryzysu gospodarczego. Jak piszą eksperci Ośrodka Studiów Wschodnich (Wiśniewska i in., 2010, s. 5):

> W czasie kryzysu wiele rosyjskich prywatnych przedsiębiorstw, które znalazły się w trudnej sytuacji finansowej, musiało zwrócić się po pomoc do państwa, jednego z nielicznych dysponentów gotówki. Zastawianie prywatnych aktywów pod nowe kredyty prowadziło w efekcie do dalszej renacjonalizacji oraz marginalizacji dużego biznesu prywatnego. Z kolei państwowe holdingi korzystające z pomocy państwa umacniały swoją pozycję na rynku. W efekcie antykryzysowe działania rządu pogłębiły proces odchodzenia rosyjskiej gospodarki od zasad wolnej konkurencji.

Umocnienie roli państwa w gospodarce ułatwia władzom prowadzenie skoordynowanej polityki gospodarczej realizującej cele polityki zagranicznej państwa. Ewolucję koncepcji rosyjskiej polityki zagranicznej na bazie oficjalnych dokumentów z lat 1993, 2000, 2008 i 2013 opisał Joachim Diec. Do stałych elementów tych koncepcji zaliczył on między innymi (Diec, 2015, s. 184):

1) priorytetowe traktowanie obszaru Wspólnoty Niepodległych Państw, z uwagi na duże możliwości samodzielnego oddziaływania na kraje tego regionu,
2) chęć ułożenia pozytywnych stosunków z państwami europejskimi, szczególnie w dziedzinie handlu i ruchu ludności,
3) uznanie dominującej roli Stanów Zjednoczonych i NATO jako kluczowych graczy w polityce globalnej,
4) obstawanie przy zasadzie suwerenności.

Co ciekawe, narzędzia geoekonomiczne nie były eksponowane w oficjalnych rosyjskich dokumentach strategicznych, choć na ich prominentną rolę zwracało uwagę wielu badaczy (między innymi Lucas, 2008; Thorun, 2009). Wyjątkiem było polityczne użycie sektora energetycznego, który miał posłużyć Kremlowi do osiągnięcia kilku bardzo ważnych celów, między innymi utrzymania monopolu przesyłowego w „bliskiej zagranicy" i utrudnienia państwom Unii Europejskiej dywersyfikacji dostaw energii (Curanovic i in., 2008, s. 33). W przyjętej w 2003 roku *Strategii energetycznej do 2020 roku* znalazł się zapis o znaczeniu energetyki jako narzędzia rosyjskiej polityki zagranicznej (Konończuk, 2012, s. 14):

> Rosja dysponuje znacznymi zasobami surowców energetycznych i silnym kompleksem paliwowo-energetycznym, który jest bazą rozwoju gospodarki, instrumentem prowadzenia polityki wewnętrznej i zagranicznej. Rola kraju na światowych rynkach energetycznych w dużym stopniu określa jej wpływy geopolityczne.

Poza sektorem energetycznym Rosja dysponuje relatywnie niewielkim potencjałem gospodarczym, który mógłby być wykorzystywany jako instrument polityki zagranicznej. Tak naprawdę Federacja Rosyjska ma od lat poważne kłopoty gospodarcze, które spadek cen surowców naturalnych i zagraniczne sankcje tylko pogłębiły. Warto zauważyć, że wzrost gospodarczy zaczął spowalniać już w latach 2012 i 2013, czyli jeszcze w okresie wysokich cen ropy naftowej i przed inwazją na Ukrainę. Powodem były strukturalne problemy gospodarki rosyjskiej: zbyt duży udział państwa w gospodarce,

nieprzyjazne dla rozwoju biznesu prawo i wyprowadzanie kapitału z Rosji (*Special report: Russia*, 2016). Szczególnie ciekawe jest zjawisko ucieczki kapitału z Federacji Rosyjskiej; ogromne sumy pieniędzy były przelewane z Zachodu do Rosji i z powrotem, a rosyjska gospodarka funkcjonowała jak „pralnia pieniędzy" – nielegalnie zarobione pieniądze przepuszczano przez rosyjski system bankowy i z powrotem transferowano już zupełnie legalnie (Lisiakiewicz, 2015, s. 114).

Ta względna słabość Rosji przejawiała się w reaktywności jej polityki zagranicznej. Tę cechę charakterystyczną polityki rosyjskiej bardzo mocno podkreślał Fiodor Łukianow (2015):

> Proszę zwrócić uwagę, że od początku XXI wieku wszystkie wielkie ruchy Rosji w polityce międzynarodowej były odpowiedzią na coś. Rosja była lepiej lub gorzej do tego przygotowana, ale to zawsze było działanie reaktywne, interwencje. Trzeba jednak przyznać, że Putin ma polityczny talent do wybierania momentu i formy interwencji, tak żeby jego oponenci znaleźli się w trudnej sytuacji. Wtedy to Rosja dyktuje warunki, choć to są ledwie momenty. Bardzo rzadkie momenty.

Potwierdzeniem tej obserwacji Łukianowa są też omówione wcześniej polityczne działania rosyjskich PFM, które bez wyjątku były realizowane „w odpowiedzi" na problemy i zagrożenia stojące przed Moskwą.

Kończąc rozważania o jedności państwa rosyjskiego, można jeszcze wspomnieć, że współczesna polityka rosyjska zdradza niesłychanie wiele podobieństw do polityki sowieckiej scharakteryzowanej choćby w słynnym „długim telegramie" George'a Kennana z 1946 roku (Kennan, 1946). Już wtedy zauważył on, co jest bardzo prawdziwe również dzisiaj, że euroazjatyckie położenie kontynentalne Rosji zawsze skłaniało i skłaniać będzie jej władców do ekspansji, którą utożsamiają oni z zapewnieniem bezpieczeństwa państwa. Z drugiej strony, Kennan zwracał uwagę na wręcz neurotyczne spojrzenia Kremla na politykę światową, którego podłożem jest tradycyjne i wręcz instynktowne poczucie zagrożenia.

Wniosek, jaki z tego wypływa dla naszych rozważań, jest następujący: Rosja zarówno w warstwie materialnej (faktyczne działania), jak i retorycznej charakteryzuje się wysokim stopniem jedności.

Drugim z badanych elementów jest spójność celów pomiędzy państwem a funduszem majątkowym. Z jednej strony, cele PFM są ustalane przez rząd rosyjski, a menedżerowie funduszy mają bardzo niewielką autonomię decyzyjną. Nie jest publicznie znany przypadek wystąpienia wyraźnego konfliktu

interesów i sytuacji, w której zarządzający funduszem starali się blokować lub torpedować działania państwa. Podawaliśmy za to wiele przykładów bezpośredniego powiązania działań funduszy, szczególnie RDIF, z wizytami państwowymi oficjeli rosyjskich, co świadczy o bardzo daleko idącej spójności. Z drugiej strony, możemy wrócić do opisywanego już sporu w rządzie rosyjskim odnośnie do sposobów wykorzystywania funduszy. Uznawany za pomysłodawcę rosyjskich PFM Illarionow oraz minister finansów Kudrin przez wiele lat starali się chronić kapitał zebrany w funduszach przed zakusami różnych grup interesów. Ostatecznie jednak decydująca okazała się wola Władimira Putina, do którego należał ostatni głos w sprawie inwestycji funduszy (Shemirani, 2011, s. 130). Silne przywództwo osobiste Putina zapewniało więc, mimo tarć wewnętrznych, spoistość polityki państwa z działaniami PFM. Dlatego też trudno jest oddzielić cele funduszu od celów państwa i możemy tu mówić o wysokiej zbieżności celów, uprawdopodabniającej kontrolę nad funduszem.

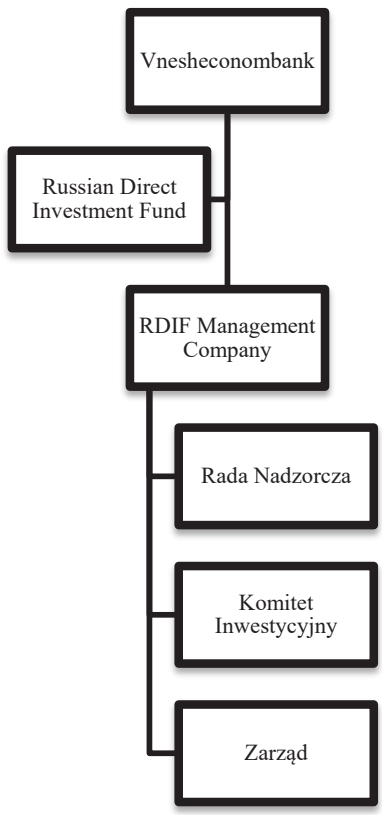
Trzecim analizowanym czynnikiem jest natura zależności pomiędzy funduszem a państwem. Przypomnijmy, że zachowaniu kontroli będzie sprzyjać sytuacja, w której fundusz jest bezpośrednią własnością państwa, menedżerowie PFM są bezpośrednio powoływani przez czynniki rządowe, a środki finansowe pochodzą wyłącznie od państwa. I właśnie z taką sytuacja mamy do czynienia w przypadku Rosji.

Za zarządzanie funduszami odpowiada rząd, poprzez Ministerstwo Finansów, które wyznacza strategię inwestycyjną. Jak już jednak wiemy, rola ministerstwa była podważana przez centralny ośrodek władzy państwowej skupiony wokół Władimira Putina, który miał głos ostateczny. Za zarządzanie operacyjne National Wealth Fund oraz Reserve Fund odpowiada rosyjski bank centralny. W przypadku tych dwóch funduszy nie ma mowy o niezależnym zarządzaniu, o zewnętrznych menedżerach. Operacji finansowych dokonują państwowi urzędnicy na zlecenie polityków.

Trzeci z rosyjskich funduszy majątkowych, czyli Russian Direct Investment Fund, jest zarządzany nieco inaczej. Jego „organem założycielskim" i właścicielem jest Vnesheconombank, na czele którego stoi premier Federacji Rosyjskiej. Za zarządzanie odpowiada wydzielona spółka RDIF Management Company. Decyzje strategiczne są podejmowane przez Radę Nadzorczą (Supervisory Board), w skład której wchodzą między innymi ministrowie finansów i rozwoju gospodarczego, szef prezydenckiej administracji, szef banku centralnego, ale także zagraniczni eksperci (na przykład Dominique

Strauss-Kahn, były minister finansów Francji i były szef Międzynarodowego Funduszu Walutowego). Decyzje inwestycyjne podejmuje Komitet Inwestycyjny, a zarządzanie operacyjne jest prowadzone przez zarząd spółki (rysunek 5.1).

Rysunek 5.1. Struktura zarządzania Russian Direct Investment Fund



Źródło: *Russian Direct Investment Fund* (2014).

Struktura jest więc znacznie bardziej „korporacyjna", a zarządzanie jest „zewnętrzne". Są to jednak tylko pozory, ponieważ usytuowanie Rady Nadzorczej w tej strukturze wskazuje na jej właściwie całkowite upolitycznienie. Nie ma mowy o jakiejkolwiek niezależności zarządzających funduszem od czynników politycznych. Russian Direct Investment Fund, podobnie jak pozostałe dwie instytucje, jest całkowicie podporządkowany woli politycznej obozu władzy.

Dwa ostatnie czynniki to liczba PFM, które podlegają kontroli państwa, oraz bilans zasobów pomiędzy państwem a funduszem. W przypadku Rosji mamy do czynienia z klasycznym układem oligopolistycznym, który zgodnie z teorią agencji (Kassim, Menond, 2003) zdecydowanie sprzyja kontroli państwa. Rząd jest w nim zdecydowanie silniejszy od każdej z kontrolowanych instytucji, którym trudniej jest uzyskać autonomię. Zmniejsza się też prawdopodobieństwo zaistnienia sytuacji, w której menedżerowie zarządzający funduszami osiągają przewagę kompetencyjną nad funkcjonariuszami państwa nadzorującymi ich pracę. W Rosji funduszami operacyjnie zarządzają urzędnicy, a nie zewnętrzni, wynajęci eksperci. Przy tak silnych powiązaniach trudno więc nawet analizować czynnik „różnicy zasobów", który staje się w tej sytuacji bez znaczenia.

Podsumowując rozważania na temat pierwszego z analizowanych czynników decydujących o możliwości użycia PFM jako narzędzia polityki zagranicznej, trzeba wyraźnie stwierdzić, że fundusze rosyjskie są pod bardzo ścisłą kontrolą państwa. Wewnętrzne, międzyinstytucjonalne napięcia w Rosji są wpisane w logikę działania systemu politycznego tego państwa, ale też są w pełni kontrolowane przez Władimira Putina, który zarządza nimi, godząc interesy i stanowiska poszczególnych grup. Napięcia te nie prowadzą zatem do osłabienia możliwości prowadzenia przez państwo spójnej polityki.

Kontroli państwa sprzyja też niewielki poziom autonomii decyzyjnej funduszy, które nie definiują swoich celów w opozycji do polityki państwowej. Jest to w dużej mierze związane z faktem, że PFM w Rosji są bezpośrednią własnością państwa, menedżerowie są bezpośrednio powoływani przez rząd, a środki funduszu pochodzą wyłącznie z kasy państwa. Silnej kontroli sprzyja też fakt, że w Rosji nie ma jednego funduszu, lecz kilka. Państwu łatwiej jest nadzorować trzy słabe instytucje niż jedną dużą i silną. Można więc powiedzieć, że w przypadku Rosji są spełnione wszystkie warunki silnej i skutecznej kontroli państwa nad PFM.

5.5. Fantomowe mocarstwo

W pracy przyjęto robocze założenie, że ambicje geopolityczne państw są prostą funkcją ich potęgi. Słabe kraje, dysponujące niewielkimi zasobami i możliwościami działania, kierując się racjonalnymi pobudkami, będą

ograniczać zatem swoje ambicje geopolityczne, potężne państwa odwrotnie. Odnosząc się do wykorzystania PFM, można założyć, że kraje o statusie mocarstwa będą mieć większą skłonność do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej i wykorzystywania siły gospodarczej w stosunkach międzynarodowych.

Rosja jest niewątpliwie mocarstwem. Nasuwa się w tym miejscu pytanie o interpretację tego statusu. Według używanego w pracy porównawczego indeksu potęgi Rosja zajmuje miejsce jedenaste (National Power Project, 2013), warto jednak zastanowić się, co to w rzeczywistości oznacza. Autorów mierzących się z tym problemem było naprawdę wielu (na przykład Buzgalin i in., 2016; Haukkala, 2008; Rumer, Wallander, 2003; Rutland, Kazantsev, 2016). Z analizy literatury wyłania się dość skomplikowany, ale możliwy do uporządkowania obraz rosyjskiej potęgi.

Do niewątpliwych źródeł potęgi Federacji Rosyjskiej należą złoża surowców naturalnych. Rosja pod względem bogactw w zasoby naturalne znajduje się w czołówce najbogatszych państw świata. Do tego należy dodać terytorium, dostęp do broni atomowej, wielką armię, silną pozycję w organizacjach międzynarodowych… Czy dysponując największym terytorium, olbrzymim arsenałem nuklearnym, stałym miejscem w Radzie Bezpieczeństwa ONZ, wielkimi złożami surowców, silnym przywództwem i atrakcyjną kulturą, można nie być globalnym mocarstwem? Przykład Rosji pokazuje, że to może być za mało. Te świetnie znane i wielokrotnie przywoływane czynniki rosyjskiej potęgi nie są w stanie przykryć słabości, które determinują ostatecznie pozycję Rosji w świecie.

Największą słabością Rosji jest gospodarka stanowiąca zaledwie około 2% gospodarki światowej. Rosyjski PKB sytuuje się na poziomie miasta Nowy Jork, a już od Kalifornii jest dwa razy mniejszy. Silne uzależnienie od przychodów z eksportu surowców (Kuboniwa, 2012) oraz głębokie strukturalne problemy (takie, jak na przykład niekorzystne trendy demograficzne) każą raczej ostrożnie szacować perspektywy rozwojowe Rosji (Goetz, 2005). Zasadniczą słabością jest niewątpliwie otoczenie rynkowe, zdominowane przez państwowe lub quasi-państwowe przedsiębiorstwa, co powoduje niską efektywność rosyjskiej gospodarki, ale wzmacnia państwową kontrolę nad nią (Kudrin, Gurvich, 2015). Spadek cen surowców energetycznych i zachodnie sankcje pogłębiły tylko gospodarcze problemy Federacji Rosyjskiej, podkopując materialne podstawy wzrostu potęgi państwa.

Również rosyjskie zdolności wojskowe są relatywnie niewielkie. Pomijając broń atomową, która jest raczej narzędziem politycznym, a nie wojskowym, analizy konwencjonalnych sił rosyjskich wskazują na wiele słabości i ograniczeń. Renz (2014) dowodzi, że względna sprawność rosyjskiej interwencji na Krymie nie oznacza możliwości uzyskania podobnego efektu w innym miejscu. Nowoczesność rosyjskich sił zbrojnych nazywa „mitem", wskazując na liczne słabości rosyjskiej doktryny wojennej, braki w wyposażeniu, niekonsekwencje prowadzonych reform. Krytyczne opinie są potwierdzane przez badania innych autorów, między innymi Jamesa Marshalla (2014).

Mimo niewątpliwego potencjału rosyjskiej kultury czy też może nawet osobnego kręgu cywilizacyjnego, atrakcyjność Rosji w wymiarze międzynarodowym pozostaje bardzo wątpliwa. Rutland i Kazantsev (2016) twierdzą, że popularny wizerunek rosyjskiej *soft power*, która skutecznie oddziałuje na świat, jest przesadzony. Rozprzestrzenianie propagandowych treści z użyciem armii internetowych trolli świadczy raczej o niezrozumieniu idei „miękkiej siły" i jest dowodem małego znaczenia atrakcyjności państwa jako narzędzia politycznego. Dowodem tego jest niska pozycja Rosji w rankingach mierzących „atrakcyjność" danego kraju. Na przykład w Country Brand Index 2014–2015 Rosja zajmuje odległe trzydzieste pierwsze miejsce.

Mimo tych wszystkich słabości, Rosja uważa, że powinna być traktowana jako wielkie mocarstwo; wynika to z głęboko zakorzenionych przekonań społecznych dotyczących samoidentyfikacji i postrzegania miejsca w świecie. Co ciekawe, przekonanie o potędze rosyjskiej jest też podzielane przez szerokie kręgi opiniotwórcze na świecie, co prowadzi do sytuacji niespójności pomiędzy statusem postrzeganym i faktyczną potęgą. Teorię „niespójnego statusu" (*status inconsistency*) rozwinął Thomas Volgy (Volgy i in., 2011; Volgy, Mayhall, 1995), a przypadek rosyjski opisała Hanna Smith (2014). W swoim bardzo ciekawym tekście dowodzi ona, na przykładzie wojen czeczeńskich, że za agresywną polityką stała chęć podkreślenia swojej mocarstwowości w oczach międzynarodowej opinii publicznej, właśnie z powodu świadomości tego „niespójnego statusu". W opinii autora tym samym można wytłumaczyć także późniejsze interwencje rosyjskie w Gruzji, na Ukrainie czy w Syrii.

Elity rosyjskie zdają sobie zatem sprawę, że materialne czynniki mocarstwowości nie przystają do wizerunku wielkiego mocarstwa, jaki mają w głowach

Rosjanie i jaki Rosja chce budować na zewnątrz. O ile w przestrzeni postsowieckiej Federacja Rosyjska może dużo i znaczy dużo, o tyle jej oddziaływanie globalne jest niewielkie. Możemy więc powiedzieć, że mocarstwowość Rosji jest w pewnym sensie fantomowa. Bardziej wynika z wyobrażeń niż z czynników materialnych.

Dla analizowanego tematu wykorzystania PFM konstatacja ta ma istotne znaczenie. Postrzegająca siebie jako mocarstwo Rosja ma wielkie ambicje polityczne, skłaniające do wykorzystywania funduszy jako instrumentu politycznego. Z drugiej zaś strony, mogą ją w tym ograniczać realne możliwości, czynniki materialne, takie jak na przykład dostępne zasoby finansowe.

5.6. Relatywnie małe, wystarczająco duże

Według danych SWF Institute na koniec czerwca 2017 roku rosyjskie państwowe fundusze majątkowe mają aktywa niewiele przekraczające 100 miliardów dolarów. To dziewięć razy mniej niż zgromadziła Norwegia i kilkanaście razy mniej niż Chiny. Rosyjskie fundusze są więc niewielkimi graczami, z relatywnie małymi budżetami, ponadto w rosnącej mierze zaangażowanymi na rynku wewnętrznym, a nie za granicą. Zasoby rosyjskich funduszy są też stopniowo wyczerpywane (tabela 5.3), o czym była już mowa wcześniej.

Tabela 5.3. Wartość aktywów rosyjskich państwowych funduszy majątkowych (w miliardach dolarów)

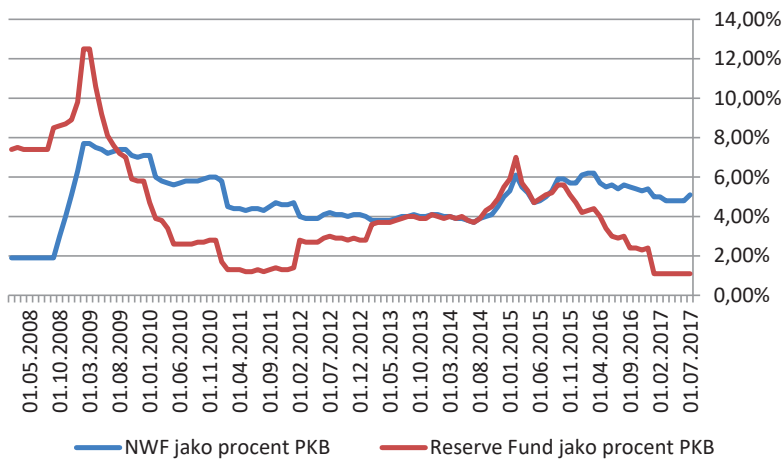
Nazwa funduszu	Wartość aktywów (na koniec czerwca 2017 roku)	Wartość aktywów (na koniec czerwca 2016 roku)
National Wealth Fund	72,2	73,5
Reserve Fund	16,2	65,7
Russian Direct Investment Fund	13	13

Źródło: SWF Institute.

Skalę wyprzedaży zasobów obrazuje dobrze również wykres 5.5, na którym przedstawiono, jak zmieniały się aktywa funduszy w relacji do rosyjskiego PKB. Jeszcze w 2009 roku Rosja odłożyła w funduszach równowartość 20% swojego PKB. Potem ten wskaźnik znacząco zmalał. W lipcu 2017 roku

rezerwy zgromadzone w PFM były już znacznie uszczuplone i stanowiły tylko około 6% PKB. Jak przyznał w maju 2017 roku minister finansów Anton Siluanov, Reserve Fund najprawdopodobniej zostanie wyczerpany do końca roku, a Rosja zacznie używać środków zgromadzonych w National Wealth Fund (Sputnik, 2017).

Wykres 5.5. Środki rosyjskich państwowych funduszy majątkowych jako procent produktu krajowego brutto (PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rosyjskiego Ministerstwa Finansów (*Volume of the National Wealth Fund*, 2017; *Volume of the Reserve Fund*, 2017).

W rozdziale drugim poczyniliśmy założenie, że użycie PFM jako skutecznego instrumentu oddziaływania na otoczenie międzynarodowe jest zależne od wielkości portfela inwestycyjnego tej instytucji. W przypadku Rosji wyprzedaż aktywów zgromadzonych w funduszach niewątpliwie osłabiła możliwości ich wykorzystywania w polityce zagranicznej, co nie oznacza jednak, że je całkowicie zablokowały. Zgromadzone środki są wciąż relatywnie duże w warunkach przestrzeni postsowieckiej. Na przykład aktywa PFM były większe niż cały PKB Ukrainy w 2016 roku. Oznacza to, czego dowiódł przykład omówionej powyżej pożyczki dla Kijowa ze środków funduszu NWF, że w relacjach z sąsiadami środki zgromadzone w funduszach wciąż mogą stanowić istotny argument polityczny.

Dla prowadzonych w pracy rozważań o wpływie wielkości portfela inwestycyjnego na możliwości użycia PFM jako instrumentu politycznego przykład rosyjski jest bardzo pouczający. Wskazuje on bowiem, że nie należy patrzeć

wyłącznie na bezwzględną wielkość portfela funduszu czy też porównywać go z innymi. Należy za to spojrzeć na możliwości finansowe w kontekście danego kraju, który jest celem działania PFM. Ta sama kwota, która byłaby śmiesznie mała, gdyby Rosja chciała za jej pomocą oddziaływać na Stany Zjednoczone, będzie wystarczająco duża, aby odegrać swoją rolę w takim kraju jak Ukraina.

5.7. Sekretne instytucje

Rosja jest państwem zorganizowanym i działającym w sposób zdecydowanie odbiegający od przyjętych na Zachodzie zasad. Ma to swoje odzwierciedlenie w bardzo niskiej pozycji Rosji na przykład w rankingu *Corruption Perception Index* badającym postrzeganie skali zjawiska korupcji. W 2016 roku Federacja Rosyjska zajęła w nim odległe sto trzydzieste pierwsze miejsce na sto siedemdziesiąt sześć sklasyfikowanych krajów (Transparency International, 2016). Podobnie w rankingu *Freedom in the World*, badającym poziom wolności i stan instytucji demokratycznych w państwie, Rosja zdobyła w nim zaledwie dwadzieścia punktów na sto możliwych do uzyskania (Freedom House, 2017).

Podobnie niskie miejsca zajmują rosyjskie PFM w rankingach transparentności funduszy majątkowych. W rankingu *SWF Scoreboard 2012*, przygotowanym przez Trumana pod auspicjami Peterson Institute for International Economics, rosyjskie fundusze National Wealth Fund oraz Reserve Fund[6] znajdują się nawet niżej niż chiński fundusz CIC. Wynik pięćdziesiąt trzy punkty (na sto możliwych do zdobycia) sytuuje je dopiero w trzeciej dziesiątce funduszy. W porównaniu z rankingiem z roku 2008 wynik został poprawiony o piętnaście punktów, ale trudno go uznać za dobry (Bagnall, Truman, 2013). Z kolei w rankingu Linaburga i Maduella, przygotowywanym przez SWF Institute, National Wealth Fund i Reserve Fund zdobyły zaledwie po pięć punktów na 10 możliwych do uzyskania, a Russian Direct Investment Fund nie został oceniony (*Linaburg-Maduell Transparency Index*, 2016).

Zakres niedociągnięć w zakresie przejrzystości działania najlepiej prześledzić na podstawie rankingu *Scoreboard 2012*, który jest najbardziej kompleksowy. Lista kryteriów niespełnionych lub częściowo tylko spełnionych jest długa (tabela 5.4) i dotyczy każdej z trzech głównych grup kryteriów: struktury, przejrzystości i odpowiedzialności oraz zachowań.

6 Russian Direct Investment Fund w ogóle nie był klasyfikowany.

Tabela 5.4. Lista kryteriów przejrzystości niespełnionych lub spełnionych jedynie częściowo przez National Wealth Fund i Reserve Fund

Numer kryterium	Nazwa kryterium	Uzyskany wynik (0 – nie spełnia, 1 – spełnia)
6	Czy jasno określono zasady użycia zysków funduszu?	0,75
8	Czy PFM są oddzielone od rezerw walutowych?	0
10	Czy rola organu zarządzającego funduszem jest jasno określona?	0
12	Czy decyzje dotyczące poszczególnych inwestycji są podejmowane przez menedżerów?	0
13	Czy fundusz ma określone wewnętrzne standardy etyczne dla kadry menedżerskiej i pracowników?	0
14	Czy fundusz opublikował wytyczne dotyczące odpowiedzialności korporacyjnej (*corporate responsibility*)?	0
15	Czy fundusz ma wytyczne dotyczące etyki inwestycji?	0
17	Czy strategia inwestycyjna funduszu wykorzystuje benchmarki?	0
21	Czy raporty funduszu zawierają informacje o osiągniętych zyskach z inwestycji?	0,5
23	Czy fundusz regularnie podaje informacje o konkretnych inwestycjach?	0,5
24	Czy fundusz regularnie podaje informacje o składzie walutowym portfela inwestycyjnego?	0,5
25	Czy fundusz publikuje raport roczny informujący o swoich działaniach i ich efektach?	0,5
26	Czy fundusz publikuje raporty kwartalne?	0,5
27	Czy fundusz podlega regularnemu rocznemu audytowi?	0,25
28	Czy fundusz publikuje niezwłocznie wyniki audytu?	0
29	Czy audyt jest niezależny?	0
30	Czy fundusz ma określoną politykę zarządzania ryzykiem?	0
31	Czy fundusz określił politykę użycia dźwigni finansowych (lewarowania)?	0
33	Czy fundusz ma wytyczne dotyczące tempa i zasad modyfikacji składu portfela inwestycyjnego?	0

Źródło: opracowanie własne na bazie danych raportu *SWF Scoreboard 2012* (Bagnall, Truman, 2013).

W części dotyczącej struktury organizacyjnej fundusze rosyjskie wypadają nieźle. Zwraca uwagę jedynie brak jasnego oddzielenia aktywów PFM od rezerw walutowych oraz niejasne zasady użycia zysków. W części drugiej, dotyczącej zarządzania, rosyjskie PFM wypadły fatalnie, tracąc punkty niemal w każdej ocenianej kategorii. Zarzuty dotyczą przede wszystkim niejasnej roli organu zarządzającego funduszem oraz braku jakiegokolwiek kodeksu etycznego regulującego pracę menedżerów funduszu i zakres dokonywanych inwestycji. Trzecia część odnosi się wprost do transparentności działań. Lista niedociągnięć w tym zakresie jest bardzo długa, ale można ją sprowadzić w zasadzie do dwóch zarzutów: fundusze nieprzejrzyście raportują oraz nie podlegają regularnym, niezależnym audytom. W ostatniej części Rosja też wypada słabo, spełniając jedynie jedno z czterech kryteriów. Fundusz nie ujawnia, jak często i według jakich kryteriów dokonuje zmian składu swojego portfela. Nic nie wiadomo też o ewentualnym wykorzystywaniu mechanizmu dźwigni finansowych. Nie ma też opisu polityki zarządzania ryzykiem.

Fundusze rosyjskie możemy zatem zaliczyć do grupy funduszy nietransparentnych, działających w dużej mierze w sposób sekretny. W rezultacie należy założyć, że skala ich motywowanych politycznie działań mogła być znacznie większa niż to, co stało się jawne i dotarło do opinii publicznej.

5.8. Konkluzje

Rosja zgromadziła w PFM relatywnie niewielkie środki w porównaniu z innymi analizowanymi w tej pracy krajami, mimo to polityczne znaczenie rosyjskich funduszy jest bardzo duże. Przede wszystkim przejawia się ono w ograniczeniu możliwości oddziaływania na Rosję poprzez wywieranie finansowej presji. Słaba gospodarczo Rosja, cierpiąca z powodu spadku cen surowców i sankcji, używa funduszy jako poduszki zabezpieczającej przed upadkiem. Dopóki wystarczy środków na zapewnianie płynności budżetowej, dopóty Rosja nie będzie musiała uginać się pod zagranicznym naciskiem.

Ciekawą cechą charakteryzującą używanie rosyjskich PFM do celów politycznych była reaktywność. Fundusze służyły jako element politycznej odpowiedzi na negatywne z punktu widzenia Kremla zjawiska w przestrzeni międzynarodowej. „Polityczna" pożyczka dla Ukrainy miała powstrzymać integrację tego kraju ze strukturami Zachodu. Pozyskiwanie inwestycji zagranicznych

przez RDIF i ratowanie budżetu przez Reserve Fund ma zmniejszyć negatywne skutki międzynarodowych sankcji.

Jeśli chodzi o sposoby politycznego wykorzystywania funduszy w relacjach zagranicznych, to udało się zidentyfikować dwa główne: wywieranie wpływu na zachowanie partnerów poprzez użycie i obietnice użycia kapitału, a także groźbę jego wycofania, oraz osłabianie skutków zagranicznej presji ekonomicznej na Rosję, między innymi poprzez przyciąganie inwestycji. Przy okazji podpisywania umów inwestycyjnych były osiągane dodatkowe korzyści wizerunkowe, zewnętrzne i wewnętrzne. Rosja poprzez serię porozumień zagranicznych starała się zniwelować zniechęcający inwestorów i martwiący obywateli efekt sankcji, prezentując się jako (wciąż, mimo sankcji) atrakcyjne miejsce do inwestowania.

Analizując z kolei badane zmienne niezależne, można wskazać, że w przypadku Federacji Rosyjskiej elementem w sposób szczególny determinującym użycie PFM jako instrumentu w polityce zagranicznej była ścisła kontrola państwa. Mimo tarć między ministrami wyraźnie widać, że najwyższe władze Rosji są w stanie zapewnić daleko posuniętą koordynację i jedność w stosunkach zewnętrznych. Dzięki temu fundusze realizowały cele polityczne państwa. Należy podkreślić, że Rosja traktuje te środki jako „pozostające w politycznej dyspozycji", nie bardzo się przejmując faktem, że miały być one gromadzone na potrzeby przyszłych niedoborów budżetowych.

Polityczne użycie funduszy było też silnie motywowane mocarstwowymi ambicjami Rosji. Mimo wieloaspektowej słabości państwa, Federacja Rosyjska stara się grać powyżej swojej rzeczywistej wagi. Wymaga to mobilizacji absolutnie wszelkich zasobów będących w dyspozycji państwa, w tym również środków zgromadzonych w PFM. Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że w przypadku Rosji to właśnie skutki „mocarstwowej" polityki zagranicznej wymusiły niejako polityczne użycie funduszy.

Atrakcyjność funduszy jako narzędzia politycznego była dodatkowo zwiększona poprzez możliwość zapewnienia niejawnego charakteru ich działań inwestycyjnych. Wydaje się jednak, że odmiennie niż w przypadku Chin niska transparentność funduszy rosyjskich nie jest kluczowym czynnikiem determinującym ich polityczne użycie. Jest to podyktowane różnymi w przypadku obu krajów metodami wykorzystywania PFM.

Wreszcie na możliwości politycznego użycia funduszy miała wpływ niewątpliwie wielkość zgromadzonych w nich środków. Przykład rosyjski pokazuje,

że nie ma prostej zależności między skalą zgromadzonych w funduszu środków a jego polityczną użytecznością. Oczywiście Rosjanie mieli w PFM zbyt mało pieniędzy, aby za ich pomocą oddziaływać na kraje rozwinięte, tak jak to robią fundusz norweski i fundusze chińskie, ale mieli wystarczająco dużo zasobów, żeby skutecznie działać w przestrzeni postsowieckiej.

ZAKOŃCZENIE

Badania zaprezentowane w niniejszej pracy nie pozostawiają najmniejszej wątpliwości, że państwowe fundusze majątkowe są wykorzystywane przez państwa jako instrumenty ich polityki zagranicznej. Przykłady na to są liczne, bardzo różnorodne, jeśli chodzi o formę użycia funduszu i dotyczą każdego z badanych krajów. Z tej ogólnej konkluzji wynika wiele wniosków, zarówno dla naszej wiedzy o polityce zagranicznej państw, jak i funkcjonowaniu PFM.

Oczywiście należy na nie spojrzeć ze świadomością pewnych ograniczeń badawczych, spośród których dwa wydają się najważniejsze. Po pierwsze, wnioski sformułowane w niniejszej pracy są oparte na analizie politycznego wykorzystania funduszy przez trzy wybrane kraje. Poszerzenie zakresu badań, na przykład o kraje Zatoki Perskiej, być może wykazałoby jeszcze inne sposoby politycznego użycia funduszy. Po drugie, badania były prowadzone w sytuacji niepełnej wiedzy o działalności inwestycyjnej funduszy. Mimo dostępu do prawdopodobnie najpełniejszej bazy danych transakcji, prowadzonej przez SWF Institute, należy założyć, że jakaś część inwestycji funduszy pozostaje nieznana. Można podejrzewać, że wśród nich jest wiele transakcji motywowanych politycznie, których ujawnienie mogłoby wpłynąć na wyniki prezentowane w niniejszej pracy.

Opis powyższych ograniczeń prowadzi do konstatacji dotyczącej aplikacyjnej wartości niniejszego opracowania. Służby specjalne krajów mogących być celami politycznie motywowanych działań PFM powinny, w trosce o bezpieczeństwo ekonomiczne, prowadzić stały i skrupulatny monitoring działalności tej klasy inwestorów.

W warstwie poznawczej można wskazać na pięć elementów przesądzających o wartości dodanej tej pracy i jej wkładzie w rozwój wiedzy naukowej.

1. Państwowe fundusze majątkowe bezwzględnie powinny być ujmowane w każdym zestawieniu instrumentów ekonomicznych polityki zagranicznej.

Najczęściej przywoływanym zestawieniem narzędzi ekonomicznych polityki zagranicznej jest wciąż to przygotowane ponad trzydzieści lat temu przez Baldwina (1985). Jak już zostało wspomniane w rozdziale drugim,

postępująca globalizacja i ekonomizacja stosunków międzynarodowych sprawia, że wymaga ono modyfikacji i uaktualnienia. Z całą pewnością należy do niego dodać dodatkowy zestaw narzędzi związanych z polityką monetarną, na co zwrócili już uwagę Armijo i Katada (2015). Z innych prac (między innymi Blackwill, Harris, 2016) wynika konieczność dodania narzędzia w postaci inwestycji kontrolowanych przez państwo przedsiębiorstw, z kolei niniejsze opracowanie potwierdza potrzebę dodania również funduszy majątkowych. Zmodyfikowane zestawienie ekonomicznych instrumentów polityki zagranicznej zostało zaprezentowane w tabeli 6.1.

Tabela 6.1. Zestawienie instrumentów ekonomicznych polityki zagranicznej

Pozytywne		
Handlowe	**Kapitałowe**	**Monetarne**
1	2	3
Przywileje celne (*favourable discrimination*)	Pomoc gospodarcza	Promowanie własnej waluty jako rezerwowej i transakcyjnej
Przyznanie klauzuli najwyższego uprzywilejowania w handlu	Gwarancje inwestycyjne	
Redukcja ceł	Zachęty dla prywatnych inwestycji	
Zakupy bezpośrednie	Przywileje podatkowe	
Subsydia eksportowe lub importowe	Inwestycje firm oraz funduszy majątkowych	
Licencje eksportowe lub importowe	Obietnice zastosowania powyższych instrumentów	
Obietnice zastosowania powyższych instrumentów		
Negatywne		
Handlowe	**Kapitałowe**	**Monetarne**
Zakaz eksportu (embargo)	Zamrożenie zasobów (*assets freezes*)	Osłabianie wpływu innych państw na walutę krajową (na przykład zakaz zaciągania zobowiązań w walutach obcych)
Bojkot	Kontrola importu i eksportu	Manipulowanie kursem walutowym
Podniesienie taryf celnych	Wstrzymanie pomocy gospodarczej	Groźby zastosowania powyższych instrumentów

1	2	3
Stosowanie dyskryminacyjnych środków taryfowych	Pozbawienie własności (*expropriation*)	
Wycofanie klauzuli najwyższego uprzywilejowania w handlu	Karne podatki	
Ukryte zakazy handlu (czarne listy)	Wstrzymanie składek do organizacji międzynarodowych	
Kwoty importowe lub eksportowe	Wycofywanie inwestycji firm i państwowych funduszy majątkowych	
Odmowa lub pozbawienie licencji eksportowych lub importowych	Niepłacenie lub restrukturyzacja zagranicznego długu	
Dumping	Przekupstwo (pożyczki i pomoc rozwojowa uzależniona od wdrożenia konkretnych działań politycznych, na przykład liberalizacji handlu)	
Zakupy mające na celu pozbawienie możliwości nabycia towaru przez dany kraj (*preclusive buying*)	Groźby zastosowania powyższych instrumentów	
Groźby zastosowania powyższych instrumentów		

Źródło: opracowanie własne.

Można by zastanawiać się nad dalszymi modyfikacjami powyższego zestawienia. Nie obejmuje ono w ogóle narzędzi o charakterze cybernetycznym, a także polityki surowcowej. Jak już wspomniano w rozdziale drugim, sponsorowane przez państwo ataki hakerskie na zagraniczne podmioty gospodarcze można byłoby zaliczyć do ekonomicznych narzędzi polityki zagranicznej. Polityczne wykorzystywanie surowców, na przykład wprowadzone przez Pekin ograniczenia w sprzedaży Japonii metali rzadkich (Zamęcki, 2011), może być zaliczone do środków handlowych, ale też zasługiwać na ujęcie w osobnej kategorii. Powyższe wątpliwości skłaniają więc do dalszych, pogłębionych badań nad stworzeniem kompletnego zestawienia instrumentów ekonomicznych polityki zagranicznej. Z całą pewnością problem ten zasługuje na osobne opracowanie.

2. Państwowe fundusze majątkowe są wykorzystywane w polityce zagranicznej państw na co najmniej sześć różnych sposobów.

Przeprowadzone badania wskazują wyraźnie, że nie ma jednej formy politycznego wykorzystania PFM przez państwa, ani tym bardziej jednego celu. Zarówno analizowane studia przypadków, jak i przykłady innych państw, pokazują wielką różnorodność sposobów używania PFM oraz oczekiwanych rezultatów tego użycia. Możemy wymienić sześć form politycznego użycia funduszy, z zastrzeżeniem, że prawdopodobnie nie jest to kompletna lista, bo biorąc pod uwagę, jaką tajemnicą owiana jest działalność większości PFM, z pewnością nie o wszystkim wiemy.

A. Bezpośrednie transfery finansowe w zamian za określone działania polityczne

Instrument w postaci wykorzystywania państwowych podmiotów gospodarczych w stosunkach z innymi państwami jest wykorzystywany przez wiele krajów. Najlepszym przykładem są wynikające z uzgodnień bilateralnych duże projekty infrastrukturalne, realizowane przez firmy z państwa X, w zamian za koncesje politycznej państwa Y. Fundusze majątkowe mogą być oczywiście również narzędziem do prowadzenia takiej „dyplomacji czekowej" (Hamilton, 2016). Przykładem tego typu działania było opłacenie przez ChRL rezygnacji Kostaryki z prawnomiędzynarodowego uznania Tajwanu w zamian za inwestycje finansowane przez SAFE, co zostało opisane w rozdziale trzecim.

B. Wywieranie wpływu na zachowanie partnerów poprzez obietnice inwestycji lub też groźby wycofania kapitału z danego kraju

W niektórych krajach PFM stały się tak ważnymi inwestorami, że obietnice inwestycji stają się potężnym środkiem politycznego nacisku. Kto wie, czy nawet mocniejszej presji nie wywołuje potencjalne wycofanie przez nie zainwestowanego kapitału z danego kraju, które jest traktowane jako zagrożenie. Tę formę wykorzystania funduszy zaobserwowaliśmy we wszystkich trzech badanych krajach. W niektórych przejawach bywa bardzo podobna do dyplomacji czekowej, z tą różnicą, że tu instrumentem wpływu jest już sama

obietnica inwestycji lub groźba jej zaniechania, a nie sam transfer środków. Do tego ostatniego może nigdy nie dojść. Ciekawym przykładem takiego wywierania wpływu są, poza przykładami już omawianymi, działania byłego dyktatora Libii, pułkownika Kadafiego. Używał on swojego funduszu majątkowego (Libyan Investment Authority) do pomocy krajom afrykańskim w „wyzwoleniu się od Zachodu". Analizując kierunki inwestycyjne funduszu, widać korelację z późniejszym stanowiskiem państw afrykańskich wobec wsparcia operacji wojskowej sprzymierzonych w Libii (Blackwill, Harris, 2016, s. 56).

C. Przejmowanie udziałów w przedsiębiorstwach o strategicznym znaczeniu

Fundusze mogą być też wykorzystywane przez rząd do zdobycia wpływu na zarządzanie interesującym go przedsiębiorstwem zagranicznym o znaczeniu strategicznym. Potencjalne możliwości działania, które to otwiera są bardzo szerokie. Wystarczy wspomnieć tylko o przekazywaniu tajemnic handlowych zagranicznego podmiotu krajowej konkurencji. Choć nie wypłynęły żadne twarde dowody potwierdzające takie działania, można podać wiele przykładów, które wskazują na możliwy konflikt interesów między państwowym współwłaścicielem a przedsiębiorstwem. Spójrzmy choćby na byłych wysokich urzędników administracji chińskiej, którzy dziś z nominacji China Investment Corporation są członkami zarządów przedsiębiorstw o strategicznym znaczeniu (Kamiński, 2017; Koch-Weser, Hacke, 2013). Polityczne motywacje stojące za takimi nominacjami są wysoce prawdopodobne.

D. Oddziaływanie na zagraniczną opinię publiczną (dyplomacja publiczna)

Państwa dziś skupiają się także bardzo mocno na budowie swoich zasobów *soft power*, w szczególności poprzez dyplomację publiczną (Ociepka, 2013, s. 69). Służą do tego również PFM, co jest tym ciekawsze, że pokazuje, jak szeroko dyplomacja ekonomiczna jest powiązana dziś z innymi sferami dyplomacji. Ta forma wykorzystania PFM najbardziej jest rozwinięta w Norwegii, która prowadzi swoistą „działalność misjonarską" w świecie, promując idee sprawiedliwego ładu korporacyjnego i wysokie standardy ochrony

środowiska. Oddziaływanie poprzez fundusz na zagraniczną opinię publiczną widoczne było też w działaniach Chińczyków, czego najlepszym przykładem była prowadzona przez nich w czasie światowego kryzysu gospodarczego „dyplomacja obligacji". Ponawiane obietnice zakupu papierów wartościowych będących na skraju bankructwa państw i przedsiębiorstw kreowały wizerunek Chin jako finansowej potęgi, zdolnej „uratować" Zachód przed upadkiem.

E. Pomoc rozwojowa

Na możliwość wykorzystywania PFM do realizacji polityki rozwojowej państwa jako pierwszy zwrócił uwagę Santiso (2008), ale późniejsze analizy nie potwierdzały ich istotniejszej roli w tym zakresie (Kamiński, 2015a). W trakcie badań nad działaniami norweskiego funduszu okazało się, że choć działalność ta nie jest może nadmiernie eksponowana, to jednak istnieje. Norwegowie starają się wpływać na działalność przedsiębiorstw, które mają w swoim portfolio inwestycyjnym, poprzez uświadamianie wagi społecznej odpowiedzialności biznesu, w tym relacji ze społecznościami lokalnymi w krajach rozwijających się. Ponadto fundusz lokuje część swoich inwestycji bezpośrednio w tych krajach, co stanowi istotne wsparcie dla często bardzo niewielkich gospodarek krajów będących odbiorcami inwestycji. Przykładem może być wsparcie dla Bangladeszu; w przypadku tego kraju inwestycja o wartości zaledwie 18 milionów dolarów stała się ważnym faktem politycznym.

F. Osłabianie skutków zagranicznej presji ekonomicznej

Fundusze mogą być również używane „defensywnie" do zapobiegania skutkom użycia instrumentów ekonomicznych przez inne państwa. Przykładem będzie Rosja, dla której środki zgromadzone w PFM stały się bardzo ważnym instrumentem łagodzenia skutków finansowych gwałtownego odpływu kapitału, wywołanego między innymi zagranicznymi sankcjami nałożonymi na ten kraj. Ponadto, poprzez jeden ze swoich funduszy, Federacja Rosyjska stara się przyciągać inwestycje do Rosji, uzgadniając na najwyższym politycznym szczeblu system partnerstwa i porozumień zagranicznych z udziałem swojej instytucji finansowej.

Trudno powiedzieć, które z sześciu omówionych powyżej form użycia PFM w polityce zagranicznej mają większe znaczenie od innych. Wszystko zależy od kontekstu ich użycia i sytuacji, w której znajduje się dany kraj. Pewną

podpowiedź może dawać jednak zestawienie (tabela 6.2) pokazujące, które formy były używane w badanych krajach. Wynika z niego na przykład, że tylko dwie formy, to jest wywieranie wpływu oraz dyplomacja publiczna były wykorzystywane przez wszystkie trzy analizowane kraje.

Tabela 6.2. Porównanie form wykorzystywania państwowych funduszy majątkowych w polityce zagranicznej badanych państw

Formy	Chiny	Norwegia	Rosja
Bezpośrednie transfery finansowe („dyplomacja czekowa")	X		
Wywieranie wpływu na zachowanie partnerów poprzez obietnice inwestycji lub też groźby wycofania kapitału z danego kraju	X	X	X
Przejmowanie udziałów w firmach o strategicznym znaczeniu	X		
Oddziaływanie na zagraniczną opinię publiczną (dyplomacja publiczna)	X	X	X
Pomoc rozwojowa		X	
Osłabianie skutków zagranicznej presji ekonomicznej			X

Źródło: opracowanie własne.

Warto też podkreślić, że jak w każdej próbie typologii są przykłady graniczne, wymykające się łatwej klasyfikacji. Takim przykładem będzie rosyjska presja na Ukrainę, której celem było odwiedzenie jej od podpisania umowy stowarzyszeniowej z Unią Europejską w zamian za wykupienie obligacji. Z jednej strony można ją rozpatrywać jako element szerszego politycznego nacisku na Kijów i zakwalifikować jako „wywieranie wpływu", ale z drugiej strony ostatecznie doszło do transferu 3 miliardów dolarów w zamian za odmowę złożenia podpisu pod umową, więc równie dobrze można potraktować ten przypadek w kategoriach „dyplomacji czekowej". Wniosek z tego jest taki, że powyższe zestawienie form użycia funduszy ma charakter porządkujący, ale granice między poszczególnymi typami politycznego wykorzystania są dość elastyczne.

3. Kontrola państwa nad funduszem jest kluczowym czynnikiem decydującym o możliwości użycia państwowych funduszy majątkowych w polityce zagranicznej.

Koncepcja badań empirycznych przeprowadzonych w pracy oparta była na trzech studiach przypadków. Przypomnijmy, że zmienną zależną było użycie PFM jako narzędzia polityki zagranicznej państwa. Celem badania była odpowiedź na pytanie, jakie czynniki mają na to decydujący wpływ. W pracy skoncentrowano się na czterech czynnikach, które były zmiennymi niezależnymi: poziomie kontroli państwa nad PFM, potędze państwa i poziomie ambicji politycznych, wielkości zasobów finansowych w PFM oraz poziomie przejrzystości ich działań inwestycyjnych. Przyjrzyjmy się teraz, jakie wnioski przynosi przeprowadzona analiza.

Najważniejszym z czterech analizowanych czynników była niewątpliwie kontrola państwa nad funduszami. W przypadku wszystkich analizowanych krajów okazała się ona bardzo ścisła, nawet jeśli w przypadku Chin wcześniejsze badania (Norris, 2016) wskazywały, że jeden z chińskich funduszy jest słabiej kontrolowany przez państwo. Autorytarny ustrój polityczny, silne powiązanie instytucjonalne funduszy z państwem, stworzenie warunków kontrolowanej konkurencji pomiędzy nimi umożliwiają ścisły nadzór nad PFM. Podobnie jest w przypadku Norwegii, gdzie bardzo sprawny system organizacji politycznego nadzoru nad działalnością funduszu oraz bardzo ścisłych powiązań GPFG z państwem umożliwia kontrolowanie jego działań. Jeszcze ściślejsza jest kontrola państwa w Federacji Rosyjskiej. PFM, będąc bezpośrednią własnością państwa, mając kierownictwo bezpośrednio powoływane przez rząd, a środki wyłącznie z kasy państwowej, mają niewielki poziom autonomii decyzyjnej.

Wpływ tej zmiennej był badany według pięcioczynnikowej metody zastosowanej przez Norrisa (2016) na przykładzie Chińskiej Republiki Ludowej. Wyniki w pełni potwierdzają postawioną hipotezę o kluczowym znaczeniu wysokiego poziomu kontroli państwa nad PFM dla możliwości jego użycia jako narzędzia polityki zagranicznej.

Drugą badaną zmienną była potęga państwa i związany z nią poziom ambicji geopolitycznych. Postawiono hipotezę, że kraje o statusie mocarstwa będą mieć większą skłonność do prowadzenia aktywnej dyplomacji ekonomicznej i wykorzystywania siły gospodarczej w stosunkach międzynarodowych. Małe i słabe państwa, z niskimi ambicjami politycznymi, będą mieć mniejszą skłonność do używania funduszy jako narzędzia politycznego.

Przeprowadzone badania pokazują jednak, że czynnik potęgi państwa nie ma decydującego znaczenia. Państwo nie musi być potężne, aby używać PFM do realizacji swojej polityki. Jak przekonuje przykład Norwegii, również państwa niewielkie, niezaliczane do światowych potęg, mogą z powodzeniem traktować fundusze jako środek do osiągania celów w polityce zagranicznej. W przypadku Norwegii, ale też krajów arabskich badanych przez Bazoobandiego (2012), okazuje się, że nie potęga kraju ma decydujące znaczenie, a właśnie poziom ambicji politycznych. Wskazuje to też, że błędne było przyjęte początkowo założenie, że poziom ambicji zależy od poziomu mocarstwowości. Są kraje, które starają się „boksować w wyższej wadze" niż wskazywałaby na to prosta analiza ich zasobów materialnych. Hipoteza druga została więc zweryfikowana negatywnie.

Trzecia hipoteza zakładała, że aby użycie PFM jako narzędzia oddziaływania było skuteczne, to środki zgromadzone w nim muszą być „znaczące". Skala możliwości użycia PFM jako narzędzia dyplomacji będzie rosnąć wraz ze wzrostem środków będących w dyspozycji funduszu. Badania wykazały, że wielkość zasobów finansowych w dyspozycji funduszu oczywiście określa zakres możliwości użycia funduszu, ale podkreśliły też względność pojęcia „znaczące środki". Niewielka Norwegia ma na tyle znaczące aktywa w PFM, że może starać się skutecznie oddziaływać nawet na proces legislacyjny w Stanach Zjednoczonych, najpotężniejszym kraju na świecie. Nie oznacza to jednak, że dużo mniej zasobne PFM, na przykład rosyjskie, są politycznie mało użyteczne. Jak pokazuje przykład Rosji, mając nawet niewielkie, wielokrotnie mniejsze od będących w dyspozycji Norwegów, środki zgromadzone w PFM, można skutecznie oddziaływać na słabe ekonomicznie państwa. W przypadku Federacji Rosyjskiej była to Ukraina. W przypadku Libii były to słabo rozwinięte państwa afrykańskie.

Możliwość użycia PFM jako narzędzia polityki zagranicznej nie zależy więc bezpośrednio od wielkości posiadanych środków, ponieważ w określonym kontekście nawet niewielkie inwestycje mogą odgrywać wielką rolę. Nie należy patrzeć wyłącznie na bezwzględną wielkość portfela funduszu lub porównywać go z innymi. Należy za to spojrzeć na możliwości finansowe w kontekście danego kraju, który jest celem działania PFM. Jeśli PFM kontrolowany przez państwo A posiada środki mające istotne znaczenie gospodarcze w państwie B, to wtedy wykorzystanie funduszu jako narzędzia dyplomacji ekonomicznej może być skuteczne. A zatem hipoteza trzecia została zweryfikowana

pozytywnie, jednak z podkreśleniem, że znaczenie ma nie tylko bezwzględna wartość środków funduszu, ale też ich wartość względna, w określonym kontekście ewentualnego użycia.

Ostatnia hipoteza zakładała, że istnieje zależność między poziomem transparentności PFM a możliwością jego politycznego wykorzystania. Im większy jest poziom transparentności działań funduszu, tym mniejsze prawdopodobieństwo wykorzystania go jako narzędzia politycznego. I odwrotnie, fundusze zarządzane w sposób najmniej przejrzysty powinny być podatne na silne upolitycznienie. Przeprowadzone badania jednak zupełnie nie potwierdziły występowania takiej prostej zależności, negatywnie weryfikując hipotezę czwartą. Politycznie są wykorzystywane zarówno nietransparentne fundusze chińskie, jak i działający w sposób niemal wzorcowo przejrzysty GPFG z Norwegii. Przejrzystość działania funduszy również wydaje się więc czynnikiem drugorzędnym, choć być może ułatwia pewne formy politycznego wykorzystania funduszy. Na przykład niejednokrotnie zainteresowane strony wolą, aby transakcje stanowiące „dyplomację czekową" pozostały nieujawnione. Tak było w opisywanym w rozdziale trzecim przypadku porozumienia chińsko-kostarykańskiego, które zostało ujawnione dopiero w ramach śledztwa dziennikarskiego.

4. Generalizacje na temat politycznej roli państwowych funduszy majątkowych są bardzo ryzykowne, powinna być ona określana jedynie w kontekście polityki zagranicznej poszczególnych państw.

W pracy przyjęto za Blanchardem i Ripsmanem (1999), że efekty stosowania w polityce zagranicznej instrumentów ekonomicznych nie zależą od instrumentów jako takich, ale od sytuacji wewnętrznej i zewnętrznej państwa, w stosunku do którego instrumenty te są używane. Przykłady trzech badanych krajów przekonują, że próby generalizowania odnośnie do politycznego znaczenia wszystkich PFM i ich inwestycji faktycznie nie mają sensu. Polityczna rola funduszy w każdym z analizowanych krajów ulegała daleko idącym zmianom w czasie, a formy użycia PFM i ich skuteczność zależały bardzo mocno od kontekstu, od bieżącej potrzeby państwa i od uwarunkowań zewnętrznych.

Do tego trzeba dodać opisaną już w rozdziale pierwszym, ale widoczną też wyraźnie w studiach przypadków, heterogeniczność PFM, które przybierają

przeróżne formy instytucjonalne, mają różne cele, różne strategie inwestycyjne itd. W tak zróżnicowanym zbiorze podmiotów bardzo trudno jest doszukać się wspólnych, charakterystycznych cech opisujących ich rolę polityczną. Dlatego podkreślając bardzo mocno istnienie przekonujących dowodów na polityczne wykorzystywanie PFM przez państwa i definiując uwarunkowania tego instrumentalnego użycia, jednocześnie należy zastrzec, że w żadnym razie cecha zauważona w funduszu A nie może być przypisywana funduszowi B. Różnorodność badanego zbioru sprawia, że zbyt daleko idące generalizacje są bardzo ryzykowne.

Wniosek z tego wypływa taki, że polityczne znaczenie PFM może być określane tylko w kontekście polityki zagranicznej konkretnych państw. PFM nie są bowiem osobnymi aktorami w polityce zagranicznej, ale jedynie instrumentami w rękach państw. To one, w określonych okolicznościach, używają PFM w swojej dyplomacji ekonomicznej. Badania stawiające w centrum rozważań fundusze nie są więc w stanie określić politycznej roli PFM jako takich, ponieważ mogą ją one pełnić wyłącznie w kontekście danego państwa i jego celów. Wydaje się zatem, że dalsze badania nad niekomercyjnymi motywami PFM powinny koncentrować się na państwach kontrolujących fundusze i miejscu PFM w ich polityce zagranicznej. W świetle ustaleń przedstawionych w niniejszej pracy szukanie pozakomercyjnych motywacji w oderwaniu od interesów politycznych krajów będących właścicielami funduszy ma niewielki sens poznawczy. Dlatego też bardzo wartościowa byłaby weryfikacja, na większej próbie transakcji obejmujących dłuższy okres, szeroko cytowanych badań wskazujących na wpływ czynnika kulturowego na inwestycje PFM (Chhaochharia, Laeven, 2009), a także preferowania krajów, z którymi kraj-inwestor ma słabiej rozwinięte relacje (Knill i in., 2012).

5. Zagrożenia związane z wykorzystywaniem funduszy jako instrumentów polityki zagranicznej są bardzo realne i powinny się spotkać z adekwatną odpowiedzią członków społeczności międzynarodowej.

Kwestia potencjalnych zagrożeń związanych z działalnością PFM była centralnym problemem w zasadzie od samego początku badań nad tymi instytucjami. Dyskusja naukowa na ten temat (na przykład Truman, 2010; Xu, 2009), przedstawiona w rozdziale pierwszym, była bardzo szeroka, ale prezentacja

zagrożeń była w większości przypadków tonowana wskutek braku dowodów empirycznych na polityczną działalność PFM. W rezultacie często formułowano wniosek, że obawy związane z działalnością funduszy są przesadzone (na przykład Shemirani, 2011, s. 147).

Takie wnioskowanie wynikało często z przywoływanego już faktu skoncentrowania badań na PFM jako typie instytucji, a nie na politycznym użyciu funduszy przez poszczególne państwa. Kiedy bada się bowiem cały zbiór PFM, łatwo skupić uwagę na dominacji motywów komercyjnych w działalności tych instytucji. Transakcja wielkości 3 miliardy dolarów, taka jak wykup ukraińskich długów przez rosyjski NWF, jest mało znacząca przy ponad 7 bilionach dolarów aktywów zarządzanych przez fundusze. Jeśli jednak spojrzeć na wagę tej transakcji dla relacji bilateralnych między Ukrainą i Rosją, na jej polityczne konsekwencje dla procesu integracji Ukrainy z Unią Europejską czy wreszcie na politykę Międzynarodowego Funduszu Walutowego, to widać wyraźnie, że relatywnie niewielka kwota transakcji nie ma znaczenia. Znaczenie ma natomiast sposób, w jaki zostanie przez państwo użyta oraz kontekst polityczny.

Dlatego też dla oceny zagrożeń wynikających z działania PFM znacznie bardziej wartościowe jest skoncentrowanie badań na konkretnych krajach i ich polityce zagranicznej. Zamiast więc pytać o to, czy PFM mogą stanowić zagrożenie, lepiej zapytać, czy na przykład Chiny (albo Rosja, Norwegia, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Singapur itp.) mogą wykorzystać PFM w sposób stanowiący zagrożenie. Z punktu widzenia rozwiniętych gospodarek Zachodu z pewnością potencjalnie bardziej niebezpieczne mogą być działania funduszy należących do Chin czy Rosji, a mniejsze w przypadku Norwegii. Działalność funduszy z tych krajów powinna być pewnie baczniej śledzona pod kątem bezpieczeństwa narodowego niż działania norweskiego GPFG. Te, choć mogą mieć istotny wpływ na przykład na proces legislacji (warto przypomnieć w tym miejscu sprawę norweskiego lobbingu w amerykańskim Kongresie w sprawie ustaw klimatycznych), nie będą stanowić jednak bezpośredniego zagrożenia z punktu widzenia geopolitycznego.

Problem pochodzenia kapitału coraz mocniej przebija się w dyskusji publicznej. Choć nieskrępowana wolność przepływu kapitału, która niewątpliwie przyczyniła się do rozwoju społeczno-gospodarczego na świecie, była od zawsze krytykowana z pozycji lewicowych i antyglobalistycznych, coraz częściej jest również kwestionowana właśnie z perspektywy zagrożeń bezpieczeństwa,

jakie za sobą niesie. Oczywiście problem nie dotyczy tylko PFM, lecz wszystkich inwestycji mogących mieć znaczenie dla geoekonomicznej pozycji poszczególnych państw na świecie. Najlepszym tego przykładem jest zjawisko przejmowania przez Chińczyków niemieckich firm technologicznych (między innymi przejęcie produkującej roboty spółki Kuka), które wywołało ożywioną dyskusję w Niemczech i szerzej w Europie, a także konkretne działania zapobiegawcze rządu niemieckiego, choć z przyczyn prawnych i politycznych nie mogły być one oficjalnie skierowane przeciwko Chinom (Chazan, 2017).

W dyskusjach o państwowych funduszach majątkowych kwestia pochodzenia kapitału również powinna być mocniej wzięta pod uwagę, zarówno przez poszczególne kraje, jak i na forum Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) czy Unii Europejskiej. Może warto odrzucić „poprawność polityczną", która nakazywała takie same traktowanie funduszy, niezależnie od tego, do jakiego kraju należą, i przyjąć bardziej realistyczną perspektywę skoncentrowaną na faktycznych zagrożeniach bezpieczeństwa, wynikających z polityki zagranicznej konkretnych krajów. Powtórzmy jeszcze raz: samo istnienie PFM nie jest zagrożeniem, zagrożeniem jest ich użycie przez dany kraj w danym kontekście.

* * *

Niniejsza praca oczywiście nie wyczerpuje tematu politycznego użycia państwowych funduszy majątkowych, a raczej otwiera wiele nowych ścieżek badawczych, którymi warto podążyć. Wśród nich wymienić należy przede wszystkim pogłębioną analizę czynników determinujących możliwości wykorzystywania PFM w polityce zagranicznej. Warto byłoby na przykład spróbować stworzyć miernik kontroli państwa nad PFM, pozwalający na dokonywanie pomiarów siły oddziaływania tego czynnika. Na pewno dalszych studiów wymaga problem wpływu poziomu transparentności funduszy na ich polityczne użycie. Być może poziom transparentności decyduje o kierunku nacisków, a fundusze działające mało przejrzyście są używane częściej jako *hard power*, zaś transparentne bardziej na polu miękkiego oddziaływania. Z całą pewnością warto byłoby też podjąć badania na temat sposobów użycia PFM w polityce zagranicznej krajów nieobjętych niniejszym studium, na przykład państw regionu Zatoki Perskiej. Być może okazałoby się, że paleta typów oddziaływania na rzeczywistość międzynarodową przez PFM jest jeszcze szersza niż zostało to wskazane w niniejszym opracowaniu.

Możliwych tematów badawczych związanych z polityczną rolą PFM jest więc wciąż bardzo wiele, co wskazuje, że znajdujemy się cały czas w dość wstępnej fazie badań nad tymi instytucjami. Pozostaje mieć nadzieję, że ta książka stanie się inspiracją dla innych badaczy do podjęcia pogłębionych analiz roli funduszy majątkowych w polityce zagranicznej państw.

LITERATURA

2008 Report to Congress of the US – China Economic and Security Review (2008), US – China Economic and Security Review, November.

A tale of two political systems (2013), TED, https://www.youtube.com/watch?v=s0YjL9rZyR0.

Abdelal R., Kirshner J. (2014), *Strategy, Economic Relations, and the Definition of National Interests*, [in:] J.-M.F. Blanchard, E.D. Mansfield, N.M. Ripsman (eds), *Power and the Purse: Economic Statecraft, Interdependence and National Security*, Routledge, s. 119–218.

Alden C., Aran A. (2011), *Foreign Policy Analysis: New Approaches* (1st edition), Routledge, New York.

Allison G. (2015), *The Thucydides Trap: Are the U.S. and China Headed for War?*, „The Atlantic".

Allison R. (2014). *Russian 'deniable' intervention in Ukraine: how and why Russia broke the rules*, „International Affairs", 90(6), s. 1255–1297, https://doi.org/10.1111/1468–2346.12170.

Anderlini J. (2008), *China investment arm emerges from shadows*, „Financial Times", 1 April.

Andrews D.M. (ed.), (2006), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca, N.Y.

Apeldoorn B. van, Graaff N. de, Overbeek H. (2012), *The Reconfiguration of the Global State–Capital Nexus*, „Globalizations", 9(4), s. 471–486, https://doi.org/10.1080/14747731.2012.699915.

Apeldoorn B. van, Graaff N. de, Overbeek H. (2012), *The Reconfiguration of the Global State–Capital Nexus*, „Globalizations", 9(4), s. 471–486, https://doi.org/10.1080/14747731.2012.699915.

Armijo L.E., Katada S.N. (2015), *Theorizing the Financial Statecraft of Emerging Powers*, „New Political Economy", 20(1), s. 42–62, https://doi.org/10.1080/13563467.2013.866082.

Arnold M., McGregor M., Guerrera F., Chung J. (2007), *China $3bn Blackstone gamble*. „Financial Times", 19 May.

Åslund A., Guriev S., Kuchins A. (2010), *Russia After the Global Economic Crisis*. Columbia University Press.

Avendano R., Santiso J. (2009), *Are Sovereign Wealth Funds' Investment Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds*, Working Paper No. 283, OECD Development Centre.

Backer L.C. (2009), *Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian SovereignWealth Funds and Public Global Governance through Private Global Investment*, „Georgetown Journal of International Law", 40, s. 101–217.

Bagnall A., Truman E. (2013), *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard*, Policy Brief No. PB 13–19, Peterson Institute for International Economics.

Balding C. (2012), *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics* (1st edition), Oxford University Press, New York.

Balding C. (2008), *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, University of California-Irvine Working Papers.

Baldwin D.A. (1985), *Economic Statecraft*, Princeton University Press, Princeton, N.J.

Baran B. (2012), *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa", 253, s. 39–59.

Barber T. (2007), *Almunia warns sovereign funds*, „Financial Times", 28 September, http://www.ft.com/cms/s/0/3b640f7a-6d5e-11dc-ab19–0000779fd2ac.html#axzz4I6dEiSJX.

Barolini A. (2016), *Norway's sovereign wealth fund excludes 73 companies for ethical reasons*, 5 February, http://www.lifegate.com/businesses/news/norway-sovereign-wealth-fund-ethics.

Bartosiak J. (2016), *Pacyfik i Euroazja. O wojnie*, Jacek Bartosiak, Warszawa.

Batora J. (2005), *Public Diplomacy in Small and Medium-sized State: Norway and Canada*, Discussion Papers in Diplomacy, Netherlands Institute of International Relations, Clingendael.

Bayne N., Woolcock S. (eds) (2007), *The New Economic Diplomacy* (2nd edition), Ashgate Publishing, Aldershot, England; Burlington, VT, USA.

Bazoobandi S. (2012). *Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and the United Arab Emirates*, Routledge, Abingdon, Oxon; New York, NY.

Behrendt S. (2016), *The Santiago Principles: what's next?*, GeoEconomica, Geneva.

Beijing's Shadowy Pool for Buying Up Best Assets (2008), „Financial Times", 9 December.

Belton C. (2008), *Russia ends doubts on London exhibition*, „Financial Times", 10 January, https://www.ft.com/content/ba7bea5c-bf08–11dc-8c61–0000779fd2ac.

Bernstein S., Lerner J., Schoar A. (2009), *The investment strategies of sovereign wealth funds*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., http://ezproxy.eui.eu/login?url=http://www.nber.org/papers/w14861.

Berridge G., James A. (2003), *A Dictionary of Diplomacy* (2nd edition), Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, Hampshire; New York.

Bieleń S., Raś M. (red.) (2008), *Polityka zagraniczna Rosji*, Difin, Warszawa.

Biersteker T.J., Eckert, S.E., Tourinho M. (2016), *Targeted sanctions: the impacts and effectiveness of United Nations action*, Cambridge University Press, Cambridge.

Black J.L., Johns M. (2016), *The Return of the Cold War: Ukraine, the West and Russia*, Routledge.

Blackwill R.D., Harris J.M. (2016), *War by Other Means: geoeconomics and statecraft*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Blanchard J.-M.F. (2014), *The China Investment Corporation: Power, Wealth or Something Else?*, „China: An International Journal", 12(3), s. 155–175.

Blanchard J.-M.F., Ripsman N.M. (2013), *Economic Statecraft and Foreign Policy*, Routledge, London; New York, NY.

Blanchard J.-M.F., Ripsman N.M. (2008), *A Political Theory of Economic Statecraft*, „Foreign Policy Analysis", (4), s. 371–398.

Blanchard J.-M.F., Ripsman N.M. (1999), *Asking the Right Questions; When do economic sanctions work?*, „Security Studies", (9), s. 228–264.

Blundell-Wignall A., Wehinger G. (2011), *Open Capital Markets and Sovereign Wealth Funds, Pension Funds and State-Owned Enterprises*, [in:] J. O'Brien, R.A. Fry, W.J. McKibbin (eds), *Sovereign Wealth: The Role of State Capital in the New Financial Order* (1st edition), Imperial College Press, London; Singapore; Hackensack, NJ, s. 105–146.

Bogołębska J. (2012), *Sovereign Wealth Funds as Public Institutional Investors in the Global Financial Markets*, „Acta Universitatis Lodziensis Folia Oeconomica", 266, s. 221–232.

Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W. (2010), *The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies*, Working Paper, University of Oklahoma.

Boubakri N., Cosset J.-C., Grira J. (2016), *Sovereign wealth funds targets selection: A comparison with pension funds*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 42, s. 60–76, https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.01.004.

Boubakri N., Cosset J.-C., Samir N. (2011), *Sovereign Wealth Fund Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds*, [in:] *Institutional Investors in Global Capital Markets*, vol. 12, Emerald Group Publishing Limited, s. 355–389, http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/S1569–3767%282011%290000012016.

Brawley M.R. (2010), *Political Economy and Grand Strategy: A Neoclassical Realist View*, Routledge, London; New York.

Brenner I. (2009), *State Capitalism Comes of Age: The End of Free Market?*, „Foreign Affairs", 88(3), s. 40–55.

Brooks R. (2002), *Sanctions and Regime Type: What works and when*, „Security Studies", 11 (4), s. 1–50.

Brzeziński Z. (1998), *Wielka szachownica*, Świat Książki, Warszawa.

Burchill S. (2006a), *Liberalizm*, [w:] S. Burchill (red.), *Teorie stosunków międzynarodowych*, Książka i Wiedza, Warszawa, s. 46–96).

Burchill S. (2006b), *Realizm i neorealizm*, [w:] S. Burchill (red.), *Teorie stosunków międzynarodowych*, Książka i Wiedza, Warszawa, s. 97–138.

Burns J. (2006), *The Chinese Communist Party's Nomenklatura System as a Leadership Selection Mechanism*, [in:] K.E. Brodsgaard, Z. Yongnian (eds), *The Chinese Communist Party in Reform*, Routledge, s. 33–58.

Buzgalin A., Kolganov A., Barashkova O. (2016), *Russia: A New Imperialist Power?*, „International Critical Thought", 6(4), s. 645–660, https://doi.org/10.1080/21598282.2016.1242085.

Cai C., Clacher I. (2009), *Chinese Investment Goes Global: The Chinese Investment Corporation*, „Journal of Financial Regulation and Compliance", 17(1), s. 9–15.

Carter B. (2014), *Is China's economy really the largest in the world?*, „BBC News", 16 December, http://www.bbc.com/news/magazine-30483762.

Cerny P. (2010), *The Competition State Today: From Raison d'Etat to Raison du Monde*, „Policy Studies", 31(1).

Chambers D., Dimson E., Ilmanen A. (2012), *The Norway model*, „Journal of Portfolio Management", (38), s. 67–81.

Chazan G. (2017), *Germany expands powers to block takeovers*, „Financial Times", 12 July, https://www.ft.com/content/5087c106–66fc-11e7–9a66–93fb352ba1fe.

Cheng L. (2010), *China's Communist Party-State: The Structure and Dynamics of Power*, [in:] J. William (ed.), *Politics in China: An Introduction*, Oxford University Press, Oxford, s. 165–192.

Chesterman S. (2008), *The Turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund*, „American University International Law Review", (23), s. 577–615.

Chhaochharia V., Laeven L. (2009), *The investment allocation of sovereign wealth funds*, SSRN eLibrary, http://www.researchgate.net/publication/228206712_The_Investment_Allocation_of_Sovereign_Wealth_Funds/file/32bfe5107d9f289d15.pdf.

China backs Europe amid debt crisis (2011), „China Daily USA", 5 October.

China Investment Corporation (2013), *China Investment Corporation Annual Report 2012* (Annual Reports), Beijing.

China Investment Corporation (2016), *China Investment Corporation Annual Report 2015* (Annual Reports), Beijing.

China Statistics Press (2014), *2013 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment*, Beijing.

China wealth fund buys nearly 9% of Thames Water. (2012), „BBC News", 20 February, www.bbc.com.

China, Russia sign memorandum over launching of joint fund, (2012), „China Daily", 6 June, http://www.chinadaily.com.cn/business/2012–06/06/content_16047922.htm.

Chińczycy przejmują Novago. To największa chińska inwestycja w Polsce (2016), 28 czerwca, http://forsal.pl/artykuly/955848,chinczycy-przejmuja-novago-to-najwieksza-chinska-inwestycja-w-polsce.html.

Chŏng C. (2015), *Assessing China's Power*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, Hampshire; New York, NY.

Chuwattananurak W. (2016), *China's Comprehensive National Power and Its Implications for the Rise of China: Reassessment and Challenges*, zaprezentowano na CEEISA-ISA 2016 Joint International Conference, Lubljana.

Cienciara A. (2014), *Partnerstwo Wschodnie 2009–2014. Geneza, funkcjonowanie, uwarunkowania*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa.

Cieślik E. (2014), *Investment strategy of sovereign wealth funds from emerging markets: the case of China*, „Bulletin of Geography. Socio-economic Series", (24), s. 27–40, https://doi.org/10.2478/bog-2014–0012.

Clark G.L., Dixon A.D., Monk A.H.B. (2013), *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Clark G.L., Monk A.H.B. (2010), *The Norwegian Government Pension Fund: Ethics Over Efficiency*, „Rotman International Journal of Pension Management", 3(1), s. 14–19.

Cole B.D. (2016), *China's Quest for Great Power: Ships, Oil, and Foreign Policy*, Naval Institute Press, Annapolis, Maryland.

Courtright D., Lopez G., Rogers E. (2002), *Targeted Financial Sanctions: Smart Sanctions That Do Work*, [in:] D. Courtright, G. Lopez, E. Rogers (eds), *Smart Sanctions: Targeting Economic Statecraft*, Rowman & Littlefield, Lanham.

Couturier J., Sola D., Stonham P. (2009), *Are sovereign wealth funds "white knights"?*, „Qualitative Research in Financial Markets", 1(3), s. 142–151.

Crane G.T., Amawi A. (eds) (1991), *The Theoretical Evolution of International Political Economy: A Reader*, Oxford University Press, New York.

Crumm E. (1995), *The Value of Economic Incentives in International Politics*, „Journal of Peace Research", (32), s. 313–330.

Cui L. (2012), *Peaceful Rise: China's Modernisation Trajectory*, „International Spectator: Italian Journal of International Affairs", 47(2).

Cummine A. (2016), *Citizens' Wealth: Why (and How) Sovereign Funds Should be Managed by the People for the People,* Yale University Press.

Curanovic A., Kardaś S., Alf R. (2008), *Polityka zagraniczna Federacji Rosyjskiej w okresie prezydentury Władimira Putina. Próba bilansu*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

Daoudi M., Dajani M. (1983), *Economic Sanctions: Ideals and Experience*, Routledge & Kegan Paul, London.

Davies P., Dombrowski P. (2000), *International Assistance to the Former Soviet Union: Conditions and Transitions*, „Policy Studies Journal", 28(1), s. 68–95.

Dewenter K.L., Han X., Malatesta P.H. (2010), *Firm values and sovereign wealth fund investments*, „Journal of Financial Economics", 98(2), s. 256–278, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.006.

Diec J. (2015). *Doktryna rosyjskiej polityki zagranicznej. Partnerzy najbliżsi i najdalsi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.

Dinmore G. (2011), *Italy turns to China for help in debt crisis*, „Financial Times", 12 September.

Dokuchaev D. (2016), *Russian capital, no longer on the run Russia Direct*, „Russia Direct", 24 August, http://www.russia-direct.org/analysis/russian-capital-no-longer-run.

Dragneva-Lewers R., Wolczuk K. (2015), *Ukraine Between the EU and Russia: The Integration Challenge*, Springer.

Drezner D. (1999), *The Sanction Paradox: Economic Statecraft and International Relations*, Cambridge University Press, Cambridge.

Drezner D. (2008), *Sovereign Wealth Funds and the (in)Security of Global Finance*, „Journal of Foreign Affairs". 62(1).

Drury A.C., Yitan L. (2006), *U.S. Economic Sanction Threats Against China: Failing to Leverage Better Human Rights*, „Foreign Policy Analysis", (2), s. 307–324.

Dyduch J. (2012), *Nie ma przyjaciół ani wrogów, są tylko interesy. Rozważania o współczesnej polityce zagranicznej*, [w:] W. Mich, J. Nowak (red.), *Wokół teorii stosunków międzynarodowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin, s. 161–188.

Early B.R., Spice R. (2015), *Economic Sanctions, International Institutions, and Sanctions Busters: When Does Institutionalized Cooperation Help Sanctioning Efforts?*, „Foreign Policy Analysis", 11(3), s. 339–360, https://doi.org/10.1111/fpa.12038.

Eaton S., Ming Z. (2010), *A principal–agent analysis of China's sovereign wealth system: Byzantine by design*, „Review of International Political Economy", 17(3), s. 481–506, https://doi.org/10.1080/09692290903293497.

Emerging and Developing Economies Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (2017), International Monetary Fund, http://data.imf.org/regular.aspx?key=41174.

Epstein R., Rose A. (2009), *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, „John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper", 439.

Estlund D. (2008), *Democratic Authority: A Philosophical Framework*, Princeton University Press, Princeton, N.J.

Eyler R. (2007), *Economic Sanctions: international policy and political economy at work* (1st edition), Palgrave Macmillan, New York.

Ezrati M. (2015), *Banking on Dollar*, „The National Interest", March/April.

Fernandes N. (2009), *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, IMD International Working Paper.

Fernandes N. (2014), *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance*, „Journal of Applied Corporate Finance", 26(1), s. 76–84, https://doi.org/10.1111/jacf.12056.

Fini M., Rethel L. (2013), *Enacting the rules of global finance: sovereign wealth funds and the promotion of corporate governance reform*, „Asia Europe Journal", (11), s. 163–178.

Flood C. (2015), *Russian SWFs look vulnerable as sanctions bite*, „Financial Times", 11 January.

Fortescue S. (2010), *Russia's SWFs: Controlled by a Domestic Agenda*, [in:] X. Yi-chong, G. Bahgat (eds), *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, Palgrave Macmillan UK, s. 113–131, https://doi.org/10.1057/9780230290648_6.

Fotak V., Bortolotti B., Megginson W.L. (2008), *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies* (unpublished working paper).

Fotak V., Gao J., Megginson W. (2013), *The Financial Role of Sovereign Wealth Funds*, [in:] M. Wright, D. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press.

Freedom House (2017), *Russia | Country report | Freedom in the World | 2017*, https://freedomhouse.org/report/freedom-world/2017/russia.

Fukase A. (2011), *China's Stealth Investments in Japan*, „Wall Street Journal", 25 February, http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703905404576163960689019754.

Gilpin R. (1971), *US Power and the Multinational Corporations*, Oxford University Press, London.

Gilpin R. (1987), *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton, N.J.

Gilpin R., Gilpin J.M. (2001), *Global Political Economy: understanding the international economic order*, Princeton University Press, Princeton, N.J.

Gilson R., Milhaupt C. (2008), *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, „Stanford Law Review", 60(5), 1345–1370.

Giumelli F. (2013), *The Success of Sanctions: Lessons Learned from the EU Experience* (new edition), Ashgate, Farnham, Surrey.

Giusti S. (2011), *Russia in Crisis: Implications for Europe*, [in:] P. Della Posta, L. Tallani (eds), *Europe and the Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, s. 242–257.

Godemont F., Parello-Plesner J. (2011), *Wyścig po Europę*, Fundacja Batorego, Warszawa.

Goetz R. (2005), *Russian economic security in a medium-term perspective*, [in:] J. Hedenskog, V. Konnander, B. Nygren, I. Oldberg, C. Pursiainen (eds), *Russia as a Great Power: Dimensions of Security under Putin*, Routledge.

Goldstein A. (2005), *Rising to the Challenge: China's Grand Strategy and International Security*, Standford University Press, Standford.

Góralczyk B. (2009), *Pozycja Chin w Afryce. Czerwona książeczka czekowa*, Portal Spraw Zagranicznych.

Góralczyk B. (2010), *Chiński feniks. Paradoksy wschodzącego mocarstwa*, Wydawnictwo Sprawy Polityczne, Warszawa.

Góralczyk B. (2012), *Przebudzenie smoka. Powrót Chin na scenę globalną*, Wydawnictwo Rambler.

Gordon K., Pohl J. (2015), *Policy frameworks for SWF investments: OECD and host-country perspectives*, [in:] F. Bassan (ed.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Elgar Publishing, s. 124–142.

Gordon M., Niles S. (2012), *Sovereign Wealth Funds: An Overview*, [in:] K.P. Sauvant, L.E. Sachs, W.P.F.S. Jongbloed (eds), *Sovereign Investment: Concerns and Policy Reactions* (1st edition), Oxford University Press, Oxford UK; New York.

Górska A., Wołowski P. (2010), *Ropa za gaz – Ukraina wiąże się z Rosją*, „Tydzień na Wschodzie", Ośrodek Studiów Wschodnich.

Gourevitch P. (1978), The Second Image Reveresed: The International Sources of Domestic Politics, „International Organization", (4), s. 881–912.

Government Pension Fund Act (2005), Storting, 21 December.

Gross D. (2004), *Avoiding the Oil Course, What Norway Can Teach Iraq*, „Slate".

Guidelines for observation and exclusion from the Government Pension Fund Global (2016), Ministry of Finance, Government of Norway, 1 February.

Gwiazda A. (2013), *Globalna ekspansja gospodarcza Chin*, Wydawnictwo Uniwersytetu Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz.

Haliżak E. (2005), *Zmiana układu sił USA – Chiny a transformacja porządku międzynarodowego*, Scholar, Warszawa.

Haliżak E. (2009), *Ujęcie roli państwa w ekonomii politycznej stosunków międzynarodowych*, [w:] M. Sułek, J. Symonides (red.), *Państwo w teorii i praktyce stosunków międzynarodowych*, Wydawnictwo Uniwesytetu Warszawskiego, Warszawa, s. 23–44.

Hall P. A., Taylor R.C.R. (1996), *Political Science and the Three New Institutionalisms**, „Political Studies", 44(5), s. 936–957, https://doi.org/10.1111/j.1467–9248.1996.tb00343.x.

Halvorssen A. (2011), *The Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines: A Model for Investors*, „European Company Law", 8(2/3), s. 88–93.

Hamilton D. (2016), *Checkbook Diplomacy*, „The Diplomatist Annual Edition 2016", https://transatlanticrelations.org/publication/checkbook-diplomacy-daniel-s-hamilton/.

Haskel B. (1980), *Access to Society: A Neglected Dimension of Power*, „International Organization", 34(1).

Hassan A. (2009), *A Practical Guide to Sovereign Wealth Funds*, Euromoney Books, London.

Hatton K., Pistor K. (2012), *Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, „Columbia Journal of Transnational Law", 50(1), http://jtl.columbia.edu/maximizing-autonomy-in-the-shadow-of-great-powers-the-political-economy-of-sovereign-wealth-funds/.

Haukkala H. (2008), *A Norm-Maker or a Norm-Taker?*, [in:] *Russia's European Choice*, Palgrave Macmillan, New York, s. 35–56, https://doi.org/10.1057/9780230612587_3.

Hawley J.P., Williams A.T. (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

Heilmann S., Schmidt D. (2014), *China's Foreign Political and Economic Relations: An Unconventional Global Power*, Rowman & Littlefield, Lanham, Maryland.

Hemphill T.A. (2009), *Sovereign wealth funds: National security risks in a global free trade environment*, „Thunderbird International Business Review", 51(6), s. 551–566, https://doi.org/10.1002/tie.20299.

Herz J. (1950), *Idealist Internationalism and the Security Dillema*, „World Politics", 2(2), s. 171–201.

Hill C. (2016), *Foreign Policy in the Twenty-first Century* (2nd edition), Palgrave, London; New York, NY.

Hille K., Seddon M. (2017), *China and Russia strike $11bn funding deal*, 4 July, https://www.ft.com/content/323f8254–60d2–11e7–8814–0ac7eb84e5f1.

Holsti K.J. (1992), *International Politics: A Framework for Analysis*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Hryniewiecki, R., & Borońska, K. (2010). *Dyplomacja gospodarcza jako narzędzie polityki zagranicznej państwa*. [w:] J. Rymarczyk (red.), *Ekonomia 12 – Problemy globalizacji*, Wrocław: Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, s. 111–122.

Hsu S. (2015), *China's Sovereign Wealth Fund Seeking Alpha in Silk Road*, „The Diplomat", 4 August.

Huberman G. (2001), *Familiarity Breeds Investment*, „Review of Financial Studies", 14, s. 659–680.

Hudson M. (2016), *Ukraine and the New Economic Cold War*, „International Critical Thought", 6(4), s. 556–569, https://doi.org/10.1080/21598282.2016.1242344.

Hufbauer G., Schott J., Elliot K. (2000), *Economic Sanctions Reconsidered: History and Current Policy*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Hussein C. (2015), *The Re-Emergence of the Single State Solution in Palestine/Israel: Countering an Illusion* (1st edition), Routledge, New York, NY.

IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles (2011), IFSWF.

Ikenberry G.J., Lake D.A., Mastanduno M. (eds) (1988), *The State and American Foreign Policy Diplomacy*, Cornell University Press, Ithaca; London.

Imtiaz A. (2016), *Jt effort can push Bangladesh politically forward*, „The News Today", 29 October, http://www.newstoday.com.bd/index.php?option=details&news_id=2455785&date=2016–10–29.

International Monetary Fund (IMF) (2008), *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices: Santiago Principles*.

Johan S., Knill A., Mauck N. (2013), *Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity*, „Journal of International Business Studies", 44(2), s. 155–172.

Johnson S. (2014), *Norway's sovereign wealth fund joins exodus from Israel*, „Financial Times", 2 February, https://next.ft.com/content/53d00268–8a89–11e3-ba54–00144feab7de.

Jost T. (2012), *Sovereign Wealth Funds and the German Policy*, [in:] K.P. Sauvant, L.E. Sachs, W.P.F.S. Jongbloed (eds), *Sovereign Investment. Concerns and Policy Reactions*, Oxford University Press, s. 453–461.

Kaempfer W. H., Lowenberg A.D. (1992), *International Economic Sanctions: A Public Choice Perspective*, Westview, Boulder.

Kamiński T. (2017), *Sovereign Wealth Fund investments in Europe as an instrument of Chinese energy policy*, „Energy Policy", (101), s. 733–739.

Kamiński T. (2015a), *Las Inversiones De Los Fondos Soberanos En Los Paises En Desarrollo*, „Revista de Economia ICE", 882.

Kamiński T. (2015b), *Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej*, „Sprawy Międzynarodowe", 3, s. 79–92.

Kamiński T. (2014), *Chinese Factor in Developing the EU's Grand Strategy*, [in:] D. Mierzejewski (ed.), *The Quandaries of China's Domestic and Foreign Development*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 136–151).

Kamiński T. (2013), *Wpływ kryzysu gospodarczego w Europie na politykę zewnętrzną Unii Europejskiej*, Centrum Europejskie w Natolinie, Warszawa.

Kamiński T., Wiśniewski P. (2015), *A Political Menace or Commercial Opportunity? Chinese Sovereign Wealth Funds' Investments in the European Union*, „Politicke Vedy", 18(4), s. 168–191.

Kamisher E. (2016), *A Changing Wind Blows Through Israel-Norway Relations*, „Jerusalem Post", 7 November.

Kassim H., Menond A. (2003), *The principal-agent approach and the study of the European Union: promise unfulfilled?*, „Journal of European Public Policy", 10(1), s. 121–139, https://doi.org/10.1080/1350176032000046976.

Keinon H., Katz, Y. (2009), *Norway envoy summoned on divestment*, „Jerusalem Post", 3 September, http://www.jpost.com/International/Norway-envoy-summoned-on-divestment.

Keller M., Vanoli L. (2012), *Chinese SWFs: At the Crossroad between the Visible and the Invisible Hand*, [in:] I. Alon, M. Fetscherin, P. Gugler (eds), *Chinese International Investments*, Palgrave Macmillan UK, s. 81–103, https://doi.org/10.1057/9780230361577_5.

Kelly L. (2013), *Putin gambles on Ukraine bailout*, Reuters, 18 December, http://www.reuters.com/article/us-ukraine-idUSBRE9BF11U20131218.

Kennan G. (1946), *The Charge in the Soviet Union (Kennan) to the Secretary of State*, 22 February, http://nsarchive.gwu.edu/coldwar/documents/episode-1/kennan.htm.

Kennedy L. (2015), *Top 400 Asset Managers 2015: Global assets top €50trn*, „Investments and Pension Europe", June, http://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-asset-managers-2015-global-assets-top-50trn/10008262.fullarticle.

Keohane R. (1990), *International Liberalism Revisited*, [in:] J. Dunn (ed.), *The Economic Limits to Modern Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, s. 186–187.

Keynes J.M. (1933), *National Self-Sufficiency*, „The Yale Review", 22, s. 755–769.

Knill A., Lee B.-S., Mauck N. (2012), *Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment*, „Journal of Corporate Finance", 18(1), s. 108–123, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.11.002.

Koch-Weser I., Hacke O. (2013), *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance*, U.S.-China Economic and Security Review Commission, Washington, D.C.

Kołodziejczyk H. (2011), *Współczesne trendy na światowym rynku finansowym – Sovereign Wealth Funds*, „Przegląd Prawniczy, Ekonomiczny i Społeczny", (3/4), s. 10–19.

Konończuk W. (2012), *Najlepszy sojusznik Rosji. Kondycja i perspektywy rosyjskiego sektora naftowego*, Ośrodek Studiów Wschodnich.

Kotter J., Lel U. (2011), *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, „Journal of Financial Economics", 101(2), s. 360–381, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.007.

Kozack J., Laxton D., Srinivasan K. (2011), *Sovereign Wealth Funds and Global Capital Flows; A Macroeconomic Perspective*, [in:] J. O'Brien, R.A. Fry, W.J. McKibbin (eds), *Sovereign Wealth: The Role of State Capital in the New Financial Order* (1st edition), Imperial College Press, London; Singapore; Hackensack, NJ, s. 21–42.

Krastas G., Truby J. (2015), *Regulating Sovereign Wealth Funds to Avoid Investment Protectionism*, „Journal of Financial Regulation", 1, s. 95–134.

Kuboniwa M. (2012), *Diagnosing the 'Russian Disease': Growth and Structure of the Russian Economy*, „Comparative Economic Studies", 54(1), s. 121–148, https://doi.org/10.1057/ces.2012.1.

Kudrin A., Gurvich E. (2015), *A new growth model for the Russian economy*, „Russian Journal of Economics", 1(1), s. 30–54, https://doi.org/10.1016/j.ruje.2015.05.002.

Kukułka J., Zięba R. (red.) (1992), *Polityka zagraniczna państwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

Kunzel P., Lu, Y., Petrova I., Philman J. (2010), *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Kuznetsov A. (2015), *Theory and Practice of Paradiplomacy. Subnational governments in international affairs*, Routledge, London; New York, NY.

Kwieciński R. (2010), *Nowa dyplomacja Chin na początku XXI wieku*, [w:] M. Pietrasiak, D. Mierzejewski (red.), *Współczesne stosunki międzynarodowe w Azji Wschodniej. Problemy, wyzwania i szanse*, Dom Wydawniczy Duet, Toruń, s. 35–47.

Lai H. (2010), *The Domestic Sources of China's Foreign Policy: Regimes, Leadership, Priorities and Process*, Routledge, Abingdon, Oxon, England; New York.

Landler M. (2007), *Norway Keeps Nest Egg From Some U.S. Companies*, „The New York Times", 4 May.

Leira H. (2013), *'Our Entire People are Natural Born Friends of Peace': The Norwegian Foreign Policy of Peace*, „Swiss Political Science Review", 19(3), s. 338–356, https://doi.org/10.1111/spsr.12044.

Leonard M. (2008), *What Does China Think?*, New York.

Leonard M., Small A. (2003), *Norwegian Public Diplomacy*, Foreign Policy Centre, London.

Linaburg-Maduell Transparency Index (2016), http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/.

Lisiakiewicz R. (2015), *Unia Europejska jako partner strategiczny Federacji Rosyjskiej na początku XXI wieku. Część 1: Aspekt polityczny*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.

Loh L. (2010), *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*, Global Professional Publishing.

Lopez-Carlos A. (2001), *Russia Needs a Stabilisation Fund*, 11 December, https://www.iep.ru/en/publications/publication/1103.html.

Lovery C. (2012), *The U.S. Approach to Sovereign Wealth Funds and the Role of CFIUS*, [in:] K.P. Sauvant, L.E. Sachs, W.P.F.S. Jongbloed (eds), *Sovereign Investment. Concerns and Policy Reactions*, Oxford University Press, s. 413–421.

Lubina M. (2014), *Niedźwiedź w cieniu smoka. Rosja-Chiny 1991–2014*, Księgarnia Akademicka, Kraków.

Lucas E. (2008), *Nowa Zimna Wojna. Jak Kreml zagraża Rosji i Zachodowi*, Dom Wydawniczy Rebis, Poznań.

Łoś-Nowak T. (2011), *Polityka zagraniczna – stałe i zmienne komponenty procesu formułowania i realizacji*, [w:] T. Łoś-Nowak (red.), *Polityka zagraniczna; aktorzy, potencjały, strategie*, Poltext, Warszawa, s. 42–60.

Łukianow F. (2015), Wywiad autora, Sopot, 10 stycznia.

Major S., McGann A. (2005), *Caught in the Crossfire: 'Innocent Bystanders' as Optimal Targets of Economic Sanctions*, „Journal of Conflict Resolution", 49, s. 337–359.

Management mandate for the Government Pension Fund Global (2010), Ministry of Finance, Government of Norway, 8 November.

Mankoff J. (2009), *Russian Foreign Policy: The Return of Great Power Politics*, Rowman & Littlefield Publishers.

Marshall J.A. (2014), *Russia's Struggle for Military Reform: A Breakdown in Conversion Capabilities*, „The Journal of Slavic Military Studies", 27(2), s. 189–209, https://doi.org/10.1080/13518046.2013.844488.

Martin M. (2008), *China's Sovereign Wealth Fund*, Conressional Research Service No. RL34337.

Matuszak S. (2012), *Ukraina uzależnia się od rosyjskich kredytów*, „Tydzień na Wschodzie", Ośrodek Studiów Wschodnich.

Megginson W.L., Fotak V. (2015), *Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research*, „Journal of Economic Surveys", 29(4), s. 733–778, https://doi.org/10.1111/joes.12125.

Megginson W.L., You M., Han L. (2013), *Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments*, „Financial Review", 48(4), s. 539–572, https://doi.org/10.1111/fire.12015.

Mehrpouya A., Huang C., Barnett T. (2009), *An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds*, Post-Print No. hal-00623745, HAL, https://ideas.repec.org/p/hal/journl/hal-00623745.html.

Mendelson P. (2008), *Putting Sovereign Wealth In Perspective*, presented at the OECD Conference, March, Paris.
Mezzcapo S. (2009), *The so-called „Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, „Economic Papers", 378), European Commission.
Mierzejewski D. (2013), *Między pragmatyzmem a konfucjańską moralnością*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
Mikołajczyk B. (2011), *Interpersonalność jako cecha tekstów naukowych na przykładzie przedmowy do monografii naukowej*, „Lingwistyka Stosowana", (4), s. 137–148.
Miller T. (2017), *China's Asian Dream: Empire Building along the New Silk Road*, Zed Books.
Milne R. (2016), *Norwegian oil fund sells shares in Duke Energy*, „Financial Times", 7 September, https://www.ft.com/content/7e6cf278–74fc-11e6-bf48-b372cdb1043a.
Ming Z., Fan H. (2009), *China's sovereign wealth fund: Weakness and challenges*, „China & World Economy", 17(1), s. 101–116.
Mingjiang L., Gang C. (2010), *China's Search for a Multilateral World: Dilemmas and Desires*, „The International Spectator: Italian Journal of International Affairs", 45(4), s. 13–25.
Monks R.A.G., Minow N. (2011), *Corporate Governance* (5th edition), Wiley, Hoboken, NJ.
Morgan T.C., Schwebach V. (1997), *Fools Suffer Gladly: The Use of Economic Sanctions in International Crises*, „International Studies Quarterly", 41, s. 27–50.
Morgenthau H. (1985), *Politics Among Nations* (6th edition), New York.
Morgenthau H. (1964), *The Purpose of American Politics*, Vintage Books.
Mosher S. (2002), *Hegemon: China's Plan to Dominate Asia and the World*, Encounter Books, San Francisco.
Mun-Yin Seck C. (2009), *China's Foreign Exchange Reserves: Balancing Consumptions with Investments in Treasury Bonds and Sovereign Wealth Funds*, 19 June, Stanford University.
Murphy S.A. (2012), *Leviathan's double bottom line: Sovereign wealth funds as tools of strategic statecraft by Shannon A. Murphy*, Massachusetts Institute of Technology, http://dspace.mit.edu/handle/1721.1/72891.

Musacchio A., Lazzarini S.G. (2014), *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond* (1st edition), Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Nakatani K. (2015), *Sovereign Wealth Funds: Problems of international law between possessing and recipient States*, „International Review of Law", https://doi.org/http://dx.doi.org/10.5339/irl.2015.swf.7.

National Power Project (2013), *Index of National Power*, http://www.nationalpower.info/index-of-national-power/.

Neumann I. (2011), *Peace and Reconciliation Efforts as Systems-maintaining Diplomacy: The Case of Norway*, „International Journal", 66(3), s. 563–579.

Newnham R. (2002), *Deutsche Mark Diplomacy: Positive Economic Sanctions in German-Russian Relations*, Pennsylvania State University Press, University Park.

Nieuwhof A. (2010), *Scandinavian financial institutions drop Elbit due to BDS pressure*, „The Electronic Intifada", 19 February, https://electronicintifada.net/content/scandinavian-financial-institutions-drop-elbit-due-bds-pressure/8685.

Noga loses Swiss court battle against Russia (2009), 21 January, http://www.expatica.com/ch/news/Noga-loses-Swiss-court-battle-against-Russia_158106.html.

Norges Bank Investment Management (2016a), *Government Pension Fund Annual Report 2015* (No. 18), Oslo.

Norges Bank Investment Management (2016b), *Government Pension Fund Quarterly Report Q3/2016* (No. Q3/16), Oslo.

Norges Bank Investment Management (2016c), *Responsible Investment Government Pension Fund Global Report/2015* (No. 02), Oslo.

Norris W.J. (2016), *Chinese Economic Statecraft: Commercial Actors, Grand Strategy, and State Control* (1st edition), Cornell University Press, Ithaca; London.

Norwegian development aid in 2015 (2016), http://norad.no/en/front/about-norad/news/2016/norwegian-development-aid-in-2015/.

Norwegian Research Centre (2012), *Norwegian Missionaries: Practice and Representation in the Formation of "Self" and "Other", 1870–2005*, http://bergenmuseum.uib.no/nettutstillinger/mission/index.htm.

Nye J. (2005), *Soft Power: The Means To Success In World Politics* (new edition), PublicAffairs, New York.

Ociepka B. (2013), *Miękka siła i dyplomacja publiczna Polski*, Scholar, https://www.ceeol.com/search/book-detail?id=515020.

OECD Investment Committee Report (2008), *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*.

Okano-Heijmans M. (2011), *Conceptualizing Economic Diplomacy: The Crossroads of International Relations, Economics, IPE and Diplomatic Studies*, [in:] P.A.G. Bergeijk, M. Okano-Heijmans, J. Melissen (eds), *Economic Diplomacy: Economic and Political Perspectives*, Martinus Nijhoff Publishers, s. 7–36.

Olearchyk R. (2015), *Ukraine increases Russia tensions with refusal to pay $3bn bond*, „Financial Times", 18 December, https://www.ft.com/content/6afe9a06-a587–11e5-a91e-162b86790c58.

Otero-Iglesias (2014), *How much Spanish sovereign debt does China hold?*, Elcano Blog, 17 December.

Papaioannou M., Rentsendorj B. (2015), *Sovereign Wealth Fund Asset Allocations–some stylized facts on the Norway Pension Fund Global*, „Procedia Economics and Finance", 29, s. 195–199.

Pape R. (1997), *Why Economic Sanctions Do Not Work*, „International Security", 22, s. 90–136.

Parker G. (2008), *Brown urges Chinese fund to use London*, „Financial Times", 19 January, http://www.ft.com/cms/s/0/c2cbd0f4-c634–11dc-8378–0000779fd2ac.html#axzz4I6dEiSJX.

Perlez J. (2014), *China and Russia Reach 30-Year Gas Deal*, „The New York Times", 21 May, https://www.nytimes.com/2014/05/22/world/asia/china-russia-gas-deal.html.

Pietrasiak M., Mierzejewski D., Żakowski K. (red.). (2014), *Narzędzia polityki zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Ping J.H. (2005), *Middle Power Statecraft: Indonesia, Malaysia And the Asia Pacific*, Ashgate Publishing, Aldershot, Hants, England; Burlington, VT, USA.

Pisarska K. (2016), *The Domestic Dimension of Public Diplomacy*, Palgrave Macmillan, http://www.palgrave.com/de/book/9781137546784.

Pisarska K. (2015), *Peace Diplomacy and the Domestic Dimension of Norwegian Foreign Policy: The Insider's Accounts*, „Scandinavian Political Studies", 38(2), s. 198–215, https://doi.org/10.1111/1467–9477.12042.

Popova A.V. (2008), *We Don't Want To Conquer You; We Have Enough To Worry About: The Russian Sovereign Wealth Fund*, „The Yale Law Journal Pocket Part", 118, s. 109–114.

Przeworski A., Wallerstein M. (1998), *Structural Dependence of the State on Capital*, „American Political Science Review", 1, s. 11–30.

Pszczółka I. (2015), *Wybrane aspekty funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", 403, s. 217–226.

Raymond H. (2010), *Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises*, „International Economics", 123, s. 121–159, https://doi.org/10.1016/S2110–7017(13)60016–5.

Reiche D. (2010), *Sovereign wealth funds as a new instrument of climate protection policy? A case study of Norway as a pioneer of ethical guidelines for investment policy*, „Energy", 35(9), s. 3569–3577, https://doi.org/10.1016/j.energy.2010.04.030.

Renz B. (2014), *Russian Military Capabilities after 20 Years of Reform*, „Survival", 56(3), s. 61–84, https://doi.org/10.1080/00396338.2014.920145.

Revenue Watch Institute (2010), *Revenue Watch Index 2010*, http://revenuewatch.org/rwindex2010/index.html.

Revenue Watch Institute (2013), *Resource Governance Index*, http://www.resourcegovernance.org/resource-governance-index.

Richardson B.J. (2011), *Sovereign Wealth Funds and the Quest for Sustainability: Insights from Norway and New Zealand*, „Nordic Journal of Commercial Law", 2.

Rozanov A. (2005), *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal", 15(4).

Rozman G. (2013), *China's foreign policy: who makes it, and how is it made?*, Palgrave Macmillan, New York.

Rożyński P. (2013), *Drugie wejście smoka*, „Rzeczpospolita", 27 maja.

Rumer E.B., Wallander C.A. (2003), *Russia: Power in weakness?*, „The Washington Quarterly", 27(1), s. 57–73, https://doi.org/10.1162/016366003322596927.

Russia's RDIF, SBI to invest $2 billion in projects (2012), 24 December, http://in.reuters.com/article/india-russia-sbi-idINDEE8BN02Z20121224.

Russia-China Investment Fund (2017), http://rcif.com/.

Russian Direct Investment Fund (2014), presented at Sovereign Investment Workshop in Quest for Stability: The Global Governance of Sovereign Wealth Funds, June, Florence.

Russian Direct Investment Fund (2017), https://rdif.ru/Eng_About/.

Russian Direct Investment Fund: RDIF and CIC Launch Russia-China Investment Fund (2012), 6 May, https://rdif.ru/Eng_fullNews/99/.

Russian state fund to co-invest $1 billion in India (2016), 14 October, http://in.reuters.com/article/india-russia-rdif-idINKBN12E1ZM.

Rutland P., Kazantsev A. (2016), *The limits of Russia's 'soft power'*, „Journal of Political Power", 9(3), s. 395–413, https://doi.org/10.1080/2158379X.2016.1232287.

Safarian A. (2012), *The Canadian Policy Response to Sovereign Direct Investments*, [in:] K.P. Sauvant, L.E. Sachs, W.P.F.S. Jongbloed (eds), *Sovereign Investment. Concerns and Policy Reactions*, Oxford University Press, s. 431–452.

SAFE Investment Company (2016), presented at 2016 CUHK Careers Fair, Chinese University of Hong Kong, Hong Kong.

Sandbu M. (2016), *Review – 'Citizens' Wealth', by Angela Cummine*, „Financial Times", 26 September, https://www.ft.comcontent/6bc25d2a-5a53–11e6–8d05–4eaa66292c32.

Santiso J. (2008), *Sovereign Development Funds*, „OECD Policy Insights", 58.

Schemmann M. (2014), *Norway's Trillion Dollar Government Slush Fund: Rethinking Norway's Sovereign Wealth Fund and the Norges Bank's Maverick Speculation in Stocks and Bonds*, CreateSpace Independent Publishing Platform.

Segal A. (2012), *Chinese Computer Games. Keeping Safe in Cyberspace*, „Foreign Affairs", 91(2), s. 14–20.

Shambaugh D. (2012), *Thinking about China's Future*, „The International Spectator: Italian Journal of International Affairs", 47(2).

Shambaugh G. (1999), *States Firms, and Power: Successful Sanctions in United States Foreign* Policy, SUNY Press, Albany.

Shemirani M. (2011), *Sovereign Wealth Funds and International Political Economy* (new edition edition), Ashgate Publishing, Farnham, Surrey, England; Burlington, VT, USA.

Shen W. (2010), *Is SAFE Safe Now? Foreign Exchange Regulatory Control over Chinese Outbound and Inbound Investments and a Political Economy*

Analysis of Policies, „The Journal of World Investment & Trade", 2(11), s. 227–258.

Shiffman G.M., Jochum J.J. (2011), *Economic Instruments of Security Policy: Influencing Choices of Leaders* (2nd edition), Palgrave Macmillan, Basingstoke; New York.

Shirk S.L. (2008), *China: Fragile Superpower* (1st edition), Oxford University Press, New York; Oxford.

Singh Bachher J., Dixon A.D., Monk A.H.B. (2016), *The New Frontier Investors: How Pension Funds, Sovereign Funds, and Endowments are Changing the Business of Investment Management and Long-Term Investing*, Palgrave Macmillan UK, London; Imprint: Palgrave Macmillan, http://ezproxy.eui.eu/login?url=http://dx.doi.org/10.1057/978–1–137–50857–7.

Smith H. (2014), *Russia as a great power: Status inconsistency and the two Chechen wars*, „Communist and Post-Communist Studies", 47(3–4), s. 355–363, https://doi.org/10.1016/j.postcomstud.2014.09.005.

Sovereign Wealth Funds Rankings (2016), http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/.

Special report: Russia (2016), „The Economist", 22 October.

Sputnik (2017), *Russia to Exhaust Reserve Fund in 2017, Resort to National Wealth Fund*, 18 May, https://sputniknews.com/business/201705181053732494-russia-reserve-fund-national-weafare/.

Stewart C. (2007), *Oil Fund Manager Warns on Spending*, „The Moscow Times", 19 December, http://www.themoscowtimes.com/sitemap/free/2007/12/article/oil-fund-manager-warns-on-spending/351565.html.

Strange S. (1970), *International Economics and International Relations: A Case of Mutual Neglect*, „International Affairs", 1, s. 304–315.

Strohecker K. (2017), *Ukraine ruled to have no court-ready defense in $3 billion Russia bond case*, Reuters, 29 March, http://www.reuters.com/article/us-ukraine-russia-eurobonds-idUSKBN1701GY.

Sułek M. (2010), *O potęgonomii i potęgometrii*, [w:] Z. Lach, J. Wendt (red.), *Geopolityka. Elementy teorii, wybrane metody i badania*, Instytut Geopolityki, Częstochowa, s. 57–68.

Summers L. (2007), *Funds that shake capitalist logic*, „Financial Times", 29 July.

Sun T., Hesse H. (2009), *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability: An Event Study Analysis*, IMF Working Paper No. 09/239, International Monetary Fund.

Sun X., Li J., Wang Y., Clark W. (2014), *China's Sovereign Wealth Funds' Investments in Overseas Energy: the Energy Security Perspective*, „Energy Policy", 65, s. 654–661.

Swaine M.D. (2000), *Does China have a Grand Strategy*, „Current History", 99(638).

Szukalski S.M. (2014), *Fundusze majątku państwowego na globalnym rynku finansowym*, „Przyszłość. Świat – Europa – Polska", 2, s. 110–131.

Tarnawski M. (2010), *Polityka zagraniczna Rosji – kontynuacja, ewolucja czy rewolucja?*, [w:] L. Zybilkiewicz, M. Czajkowski, P. Bajor (red.), *Polityka zagraniczna Federacji Rosyjskiej. Wybrane aspekty stosunków z Polską, Ukrainą i Białorusią*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków, s. 79–92.

Tett G. (2010), *Asian Investors are a Worry to Eurozone*, „Financial Times", 14 July.

Thatcher M. (2013), *National policies towards sovereign wealth funds in Europe: A comparison of France, Germany and Italy*, „Policy Briefs", 2, The London School of Economics and Political Science, London, UK.

Thomas S., Chen J. (2011), *China's Sovereign Wealth Funds: origins, development, and future roles*, „Journal of Contemporary China", 20(70), s. 467–478, https://doi.org/10.1080/10670564.2011.565178.

Thorun C. (2009), *Explaining Change in Russian Foreign Policy: The Role of Ideas in Post-Soviet Russia's Conduct towards the West*, Palgrave Macmillan, New York.

Tilford S., Barysch K., Whyte P. (2008), *State, money and rules: An EU policy for sovereign investments* (CER Esseys), Center for European Reform, London, http://www.cer.org.uk/publications/archive/essay/2008/state-money-and-rules-eu-policy-sovereign-investments.

Toninelli P.A. (2000). *The Rise and Fall of Public Enterprise*, [in:] P.A. Toninelli (ed.), *The Rise and Fall of State-Owned Enterprises in the Western World*, Cambridge University Press.

Transparency International (2016), *Corruption Perceptions Index 2016*, https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2016.

Traynor I. (2013), *Russia „blackmailed Ukraine to ditch EU pact"*, „The Guardian", 22 November, https://www.theguardian.com/world/2013/nov/22/russia-ukraine-eu-pact-lithuania.

Triki T., Faye I. (2011), *Africa's Quest for Development: Can Sovereign Wealth Fund Help?*, Working Paper Series No. 142, African Development Bank, Tunis.

Truman E. (2010), *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.

Trzcionka M. (2015), *Sankcje gospodarcze w polityce zagranicznej USA po II wojnie światowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.

Tsygankov A.P. (2016), *Russia's Foreign Policy: Change and Continuity in National Identity*, Rowman & Littlefield.

Tvedt T. (2011), *The Norwegian Model*, [in:] S. Prakash, P. Selle (eds), *Civil society*, Routledge, London.

Ulrichsen K. (2016), *The Gulf States in International Political Economy*, Palgrave Macmillan, New York, NY.

Urban D. (2017), *Państwowe fundusze majątkowe. Pomiędzy krajową gospodarką a globalnymi rynkami finansowymi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Urban D. (2016), *Płynność, rentowność, dywidenda czy wielkość? Dominujące kryterium inwestycyjne inwestora instytucjonalnego na przykładzie państwowego funduszu majątkowego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", 79(1), s. 573–582.

Urban D. (2015), *Hamulec czy dopalacz? Państwowy fundusz majątkowy w roli czynnika dynamizującego zmiany rentowności kapitału i aktywów w spółce giełdowej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska", XLIX(4), https://doi.org/DOI:10.17951/h.2015.49.4.621.

Urban D. (2012a), *Norweski fundusz majątkowy w świetle koncepcji wszechstronnego właściciela*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa", 11, s. 74–81.

Urban D. (2012b), *Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", 271, s. 434–442.

Urban D. (2012c), *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse", 4(2), s. 339–352.

Vellano M., Viterbo A. (2015), *SWFs and development*, [in:] F. Bassan (ed.), *Research Handbook on SWFs and International Investment Law*, Elgar Publishing, s. 371–388.

Volgy T.J., Corbetta R., Grant K., Baird R. (eds). (2011), *Major Powers and the Quest for Status in International*, Palgrave Macmillan, http://www.palgrave.com/us/book/9780230104648.

Volgy T.J., Mayhall S. (1995), *Status Inconsistency and International War: Exploring the Effects of Systemic Change*, „International Studies Quarterly", 39(1), s. 67–84, https://doi.org/10.2307/2600724.

Volume of the National Wealth Fund (2017), Ministry of Finance of the Russian Federation, 7 June, http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/volume/.

Volume of the Reserve Fund (2017), Ministry of Finance of the Russian Federation, 7 June, http://old.minfin.ru/en/reservefund/statistics/volume/.

Waltz K. (1990), *Realist thought and neo-realist theory*, „Journal of International Affairs", 44(1).

Wang J. (2011), *China's Search for a Grand Strategy*, „Foreign Affairs", March–April.

Wierzbowska-Miazga A., Sarna A. (2013), *Porozumienia w Moskwie: Warunkowe wsparcie Rosji dla Janukowycza*, Ośrodek Studiów Wschodnich, http://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/analizy/2013–12–18/porozumienia-w-moskwie-warunkowe-wsparcie-rosji-dla-janukowycza.

Wilkins T.H. (2008), *A Code of Conduct for Sovereign Wealth Fund "Stupid", Says CIC*, http://www.chinastakes.com/story.aspx?id=297.

Williamson H. (2007), *Merkel seeks European-wide vetting of foreign acquisitions*, „Financial Times", 19 July, http://www.ft.com/cms/s/0/124b70a2–3590–11dc-bb16–0000779fd2ac.html#axzz4I6dEiSJX.

Willman J. (2008), *Yesterday's Bad Guys Ride to Rescue*, „Financial Times", 21 January.

Wiśniewska I., Dubas A., Rogoża J. (2010), *Rosja w kryzysie: rok pierwszy*, Raport Ośrodka Studiów Wschodnich.

Wiśniewski P. (2016), *The Recent Investment Activity of Global Sovereign Wealth Funds*, [in:] T. Kamiński (ed.), *Political players or bargain hunters? Sovereign Wealth Funds' investments in Central & Eastern Europe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Wiśniewski P. (2011), *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część I. Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów", 111, s. 80–97.

Wiśniewski P. (2009), *Sovereign Wealth Funds* – państwowe fundusze majątkowe, „Infos. Biuro Analiz Sejmowych", 19.

Wiśniewski P., Kamiński T., Obroniecki M. (2015), *Sovereign Wealth Funds in Central and Eastern Europe: Scope and Methods of Financial Penetration*, „Financial Internet Quarterly e-Finanse", 11(1), s. 11–21.

Wocheń K. (2012), *Ekspansja firm chińskich jako instrument realizacji polityki zagranicznej Państwa Środka. Rosnąca rola chińskich korporacji w wybranych regionach świata*, [in:] *China goes global. Rosnące znaczenie Chin na arenie międzynarodowej*, Zakład Azji Wschodniej Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 31–48.

Wood E.A., Pomeranz W.E., Merry E.W., Trudolyubov M. (2015), *Roots of Russia's War in Ukraine*, Columbia University Press.

Woolcock S., Bayne N. (eds) (2003), *The New Economic Diplomacy: Decision-Making and Negotiation in International Economic Relations*, Ashgate Publishing, Aldershot.

Wooldrige A. (2012), *The visible hand*, „The Economist", January, http://www.economist.com/node/21542931.

World's largest sovereign fund means biz in Sri Lanka (2016), „Daily FT", 26 May, http://www.ft.lk/article/544207/World-s-largest-sovereign-fund-means-biz-in-Sri-Lanka.

Wray R. (2007), *Abu Dhabi buys into US chip firm*, „The Guardian", 19 November.

Wroński G. (2013), *Współczesne chińskie mocarstwo – przegląd atrybutów, pozycji i roli międzynarodowej*, [w:] J. Wardęga (red.), *Współczesne Chiny w kontekście stosunków międzynarodowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków, s. 53–72.

Wspólna europejska strategia wobec państwowych funduszy majątkowych (2008), Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Komisja Europejska, 27 lutego, http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52008DC0115&from=EN.

Wu F., Korthals R.-J., Khai Ng Kuan (2013), *How Safe is SAFE's Management of China's Official Foreign Exchange Reserves?*, „World Economics", 14(2), s. 19–36.

Xu Y.-C. (2010), *Global Disequilibria*, [in:] Y.-C. Xu, G. Bahgat (eds), *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, Palgrave Macmillan, Basingstoke; New York, s. 1–25.

Xu Y.-C. (2009), *Who's afraid of sovereign wealth funds?*, „Australian Journal of International Affairs", 63(1), s. 1–21, https://doi.org/10.1080/10357710802666141.

Yang W. (2013), *China Sovereign Wealth Fund's Shifting Strategy*, „EconMonitor", 4 May.

Zając J. (2009), Środki i metody polityki zagranicznej państwa, [w:] R. Zięba (red.), *Wstęp do teorii polityki zagranicznej państwa*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń, s. 79–98.

Zamęcki Ł. (2011), *Metale ziem rzadkich – nowy instrument wpływu politycznego Chińskiej Republiki Ludowej*, „Stosunki Międzynarodowe", 44(3–4), s. 249–261.

Ziemba R. (2007), *How is China Funding the China Investment Corporation?*, „RGE Analyst Monitor".

Zięba R. (2007), *Wspólna Polityka Zagraniczna i Bezpieczeństwa Unii Europejskiej*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa.

http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/mission

http://tremblingoftheworld.blogspot.com/2012/02/paradoks-obfitosci-choroba-holenderska.html.

http://www.veb.ru/en/about/mission/.

https://www.nbim.no/en/responsibility/exclusion-of-companies/.

SUMMARY

Money that Serves Politics
Sovereign Wealth Funds as the Instrument of the Foreign Policy

This book is a reflection on Sovereign Wealth Funds (SWFs) from the perspective of political science. SWFs are not independent political actors but rather states' investment arms that can be instrumentally use to pursue political and economic power. The main aim of the book is to conceptualise the significance of SWFs as instruments of the economic statecraft.

The author investigates enabling factors as well as methods of using SWFs as foreign policy instruments. The book starts from the concept of economic statecraft and its instrument, than three case studies of countries owning significant SWFs (China, Norway and Russia) are analysed. The author puts SWFs to the extended catalogue of the instruments of economic statecraft and make the comprehensive list of methods in which states use their SWFs for foreign policy reasons. Moreover the study proves that the level of control of the state over the SWF, rather than e.g. the size of assets, is the main factor that enable political actions of funds.

ANEKS 1

Lista transakcji chińskich państwowych funduszy majątkowych (PFM) w latach 2007–2014

Rok	Państwo	Nazwa nabywanego przedsiębiorstwa	Nazwa PFM	Nabywca właściwy	Nabyte udziały (w procentach)	Procent udziałów po transakcji	Wartość transakcji w milionach dolarów
1	2	3	4	5	6	7	8
2007	Stany Zjednoczone	Morgan Stanley	CIC	Best Investment Corporation	9,90	9,90	5579,14
2007	Stany Zjednoczone	Blackstone Group LP	CIC	China Investment Corp.	9,90	9,90	3000
2007	Wielka Brytania	Rio Tinto Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	641,17
2007	Wielka Brytania	Bhp Billiton PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	407,42
2008	Stany Zjednoczone	Visa Inc.	CIC	China Investment Corp.	1,00	1,00	353
2008	Wielka Brytania	Misys PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,02	0,65	0,14
2008	Wielka Brytania	Lonmin Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,47	0,70	22,04
2008	Wielka Brytania	British Sky Broadcasting Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,02	0,56	2,22

1	2	3	4	5	6	7	8
2008	Wielka Brytania	Smiths Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	1,01	0,96	34,7
2008	Wielka Brytania	Invensys Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,86	0,86	25,33
2008	Wielka Brytania	Vedanta Resources PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,28	0,12	7,65
2008	Wielka Brytania	Segro Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,00	0,04	2,45
2008	Wielka Brytania	SABMiller PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	148,95
2008	Wielka Brytania	AstraZeneca PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	564,68
2008	Wielka Brytania	Kingfisher Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	46,24
2008	Wielka Brytania	Prudential	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	259,47
2008	Wielka Brytania	Next Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	32,92
2008	Wielka Brytania	Pearson Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	91,33

2008	Wielka Brytania	Morrison (WM) Supermarkets Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	119,32
2008	Wielka Brytania	Reed Elsevier PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	115,4
2008	Holandia	Royal Dutch Shell PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	48,48
2008	Wielka Brytania	National Grid PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	310,09
2008	Wielka Brytania	InterContinental Hotels Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	30,7
2008	Wielka Brytania	Legal & General Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	116,58
2008	Wielka Brytania	Aviva Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	313,37
2008	Francja	Total SA	SAFE	SAFE Investment Company Limited	1,60	1,60	2800
2008	Wielka Brytania	Xstrata Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	476,73
2008	Holandia	Royal Dutch Shell PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	1366,23

1	2	3	4	5	6	7	8
2008	Wielka Brytania	BG Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	570,64
2008	Wielka Brytania	WPP Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	39,78
2008	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	512,09
2008	Wielka Brytania	Drax Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	26,01
2008	Wielka Brytania	Marks & Spencer Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	95,31
2008	Wielka Brytania	Unilever PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	–	270,04
2009	Stany Zjednoczone	Expeditors International of Washington Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	0,42
2009	Stany Zjednoczone	Bank of America Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,10	0,10	19,89
2009	Stany Zjednoczone	Citigroup Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,03	0,03	29,79
2009	Stany Zjednoczone	Comerica Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,06	0,06	2,96

2009	Stany Zjednoczone	Keycorp	CIC	China Investment Corp	0,02	0,02	1,11
2009	Stany Zjednoczone	New York Community Bancorp Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,07	0,07	4,35
2009	Stany Zjednoczone	Wells Fargo & Co.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	31,04
2009	Stany Zjednoczone	Coca-Cola Co.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	9,01
2009	Stany Zjednoczone	Motorola Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	3,88
2009	Stany Zjednoczone	American Eagle Outfitters Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,10	0,10	3,4
2009	Stany Zjednoczone	Goodyear Tire & Rubber Co.	CIC	China Investment Corp.	0,04	0,04	1,41
2009	Stany Zjednoczone	Anadarko Petroleum Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	6,24
2009	Stany Zjednoczone	Smith International Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,08	0,08	5,43
2009	Stany Zjednoczone	Tesoro Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,14	0,14	2,71

1	2	3	4	5	6	7	8
2009	Stany Zjednoczone	Fidelity National Financial Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,09	0,09	2,69
2009	Stany Zjednoczone	Health Net Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,10	0,10	2,33
2009	Stany Zjednoczone	D.R. Horton Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,07	0,07	2,44
2009	Stany Zjednoczone	Pulte Homes Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,08	0,08	3
2009	Stany Zjednoczone	A123 Systems Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,15	0,15	3,48
2009	Stany Zjednoczone	AMR Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,09	0,09	2,32
2009	Stany Zjednoczone	CSX Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	1,45
2009	Stany Zjednoczone	Cummins Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,05	0,05	4,59
2009	Stany Zjednoczone	KAR Auction Services Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,36	0,36	6,64
2009	Stany Zjednoczone	Navistar International Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,28	0,28	7,73

2009	Stany Zjednoczone	Precision Castparts Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	2,59
2009	Stany Zjednoczone	Terex Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,22	0,22	4,8
2009	Stany Zjednoczone	Textron Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,11	0,11	5,64
2009	Stany Zjednoczone	Apple Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,00	0,00	6,32
2009	Stany Zjednoczone	MEMC Electronic Materials Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,04	0,04	1,36
2009	Kanada	Research In Motion Ltd	CIC	China Investment Corp.	0,00	0,00	1,01
2009	Stany Zjednoczone	Burlington Northern Santa Fe Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	4,93
2009	Stany Zjednoczone	Aetna Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	3,17
2009	Stany Zjednoczone	American International Group Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,07	0,07	3
2009	Stany Zjednoczone	American International Group Inc.	CIC	China Investment Corp.	1,39	1,39	11,33

1	2	3	4	5	6	7	8
2009	Stany Zjednoczone	Hartford Financial Services Group Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,05	0,05	4,65
2009	Stany Zjednoczone	Lincoln National Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,07	0,07	5,13
2009	Stany Zjednoczone	Metlife Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	2,3
2009	Stany Zjednoczone	United Health Group Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	3,05
2009	Kanada	Potash Corp of Saskatchewan Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	5,43
2009	Brazylia	Vale SA	CIC	China Investment Corp.	0,22	0,22	200,21
2009	Stany Zjednoczone	News Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	4,11
2009	Wielka Brytania	AngloGold Ashanti Ltd	CIC	China Investment Corp.	0,03	0,03	4,02
2009	Wielka Brytania	Gold Fields Ltd	CIC	China Investment Corp.	0,05	0,05	4,59
2009	Kanada	Kinross Gold Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,04	0,04	4,6

2009	Stany Zjednoczone	Freeport McMoran Copper & Gold Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	4,74
2009	Stany Zjednoczone	Chesapeake Energy Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,03	0,03	5,18
2009	Szwajcaria	Weatherford International Ltd	CIC	China Investment Corp.	0,03	0,03	3,58
2009	Stany Zjednoczone	Valero Energy Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,02	0,02	1,68
2009	Stany Zjednoczone	Abbott Laboratories	CIC	China Investment Corp.	0,00	0,00	2,7
2009	Stany Zjednoczone	Eli Lilly & Co.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	3,57
2009	Stany Zjednoczone	Johnson & Johnson	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	9,34
2009	Stany Zjednoczone	Merck & Co. Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	7,31
2009	Stany Zjednoczone	Pfizer Inc.	CIC	China Investment Corp.	0,00	0,00	2,82
2009	Stany Zjednoczone	KLA-Tencor Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,04	0,04	2,52

1	2	3	4	5	6	7	8
2009	Luksemburg	ArcelorMittal SA Luxembourg – Dep Rcpt	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	9,15
2009	Stany Zjednoczone	Sprint Nextel Corp.	CIC	China Investment Corp.	0,01	0,01	1,47
2009	Hongkong	GCL-Poly Energy Holdings Limited	CIC	China Investment Corp.	20,10	20,10	717
2009	Hongkong	Noble Group Ltd	CIC	China Investment Corp.	14,96	14,96	858
2009	Hongkong	Iron Mining International Ltd	CIC	China Investment Corp.	–	–	500
2009	Kanada	SouthGobi Energy Resources Ltd	CIC	China Investment Corp.	25,18	25,18	500
2009	Rosja	Nobel Oil Group	CIC	China Investment Corp.	45,00	45,00	270
2009	Hongkong	CITIC Capital Holdings Ltd	CIC	China Investment Corp.	40,00	40,00	258,06
2009	Australia	Goodman Group	CIC	China Investment Corp.	–	–	159
2009	Indonezja	PT Bumi Resources Tbk	CIC	Country Forest Limited	–	–	1900

2009	Stany Zjednoczone	Blackrock Inc.	CIC	Flourish Investment Corporation	4,87	4,87	713,8
2009	Wielka Brytania	Songbird Estates PLC	CIC	Fullbloom Investment Corporation	14,72	14,72	305,2
2009	Wielka Brytania	Songbird Estates PLC	CIC	Fullbloom Investment Corporation	–	–	129,63
2009	Kazachstan	JSC KazMunaiGas Exploration Production	CIC	Fullbloom Investment Corporation	10,60	10,60	940
2009	Kanada	Teck Resources Limited	CIC	Fullbloom Investment Corporation	17,20	17,20	1500
2009	Wielka Brytania	Pearson Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,10	1,00	10,46
2009	Wielka Brytania	BP PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,07	1,07	121,3
2009	Wielka Brytania	Hammerson Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,11	0,75	4,55
2009	Wielka Brytania	Tullow Oil PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,59	0,95	57,59
2009	Wielka Brytania	Reckitt Benckiser Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,44	0,83	102,17

1	2	3	4	5	6	7	8
2009	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,05	0,16	19,61
2009	Wielka Brytania	Bhp Billiton PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,08	1,00	42,5
2009	Wielka Brytania	WPP Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,09	0,92	8,48
2009	Wielka Brytania	Royal Dutch Shell PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,02	0,96	17,04
2009	Wielka Brytania	HSBC Holdings Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,92	0,92	1766,77
2009	Wielka Brytania	Rio Tinto Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,44	0,84	181,43
2009	Wielka Brytania	Logica Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,77	0,77	20,76
2009	Wielka Brytania	BAE Systems Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,02	0,02	3,42
2009	Wielka Brytania	Capita PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,10	0,91	5,63
2009	Wielka Brytania	Anglo American Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,94	0,94	272,01

2009	Wielka Brytania	Whitbread Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,42	0,90	7,01
2009	Wielka Brytania	Sage Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,24	0,89	6,88
2009	Jersey	United Business Media Ltd	SAFE	SAFE Investment Company	0,56	0,56	8,3
2009	Wielka Brytania	Kingfisher Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,04	0,88	2,15
2009	Wielka Brytania	Associated British Foods PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,32	0,32	23,26
2009	Wielka Brytania	International Power Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,02	0,94	1,23
2009	Wielka Brytania	BG Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,01	0,89	4,6
2009	Wielka Brytania	Yell Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,14	0,14	2,09
2010	Brazylia	BTG Pactual	CIC	China Investment Corp.	3,11	3,11	300
2010	Stany Zjednoczone	General Growth Properties Inc.	CIC	China Investment Corp.	7,40	7,40	874,68

1	2	3	4	5	6	7	8
2010	Stany Zjednoczone	Chesapeake Energy Corp.	CIC	China Investment Corp.	–	–	200
2010	Kanada	Penn West Energy Trust	CIC	China Investment Corp	5,24%	5,24%	416
2010	Kanada	Penn West Energy Trust – Peace River Oil Partnership	CIC	China Investment Corp.	45,00	45,00	329
2010	Stany Zjednoczone	AES Corporation	CIC	China Investment Corp.	15,00	15,00	1581
2010	Wielka Brytania	Apax Partners LLP	CIC	China Investment Corp.	2,30	2,30	956
2010	Wielka Brytania	20 Fenchurch Street	CIC				91,77
2010	Wielka Brytania	ARM Holdings Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,59	15,02
2010	Wielka Brytania	Next Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,98	0,13
2010	Wielka Brytania	Morrison (WM) Supermarkets Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,76	1,83

2010	Wielka Brytania	Sage Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,98	5,1
2010	Wielka Brytania	Vodafone Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,97	1249,06
2010	Wielka Brytania	Xstrata Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,79	3,24
2010	Wielka Brytania	BP PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,26	95,02
2010	Wielka Brytania	National Grid PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,91	74,03
2010	Wielka Brytania	Royal Dutch Shell PLC	SAFE	SAFE Investment Company	1,14	1,14	777,78
2010	Wielka Brytania	Morrison (WM) Supermarkets Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,08	0,75	8,22
2010	Wielka Brytania	ARM Holdings Plc	SAFE	SAFE Investment Company	0,91	1,39	47,03
2010	Wielka Brytania	Capita PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,04	0,95	3,06
2010	Wielka Brytania	Cairn Energy PLC	SAFE	SAFE Investment Company	0,97	0,97	83,15

1	2	3	4	5	6	7	8
2011	Wyspy Marshalla	Diamond S Shipping Group	CIC	Chengdong Investment Corporation	10,50	10,50	100
2011	Hongkong	Prince Frog International Holdings Ltd	CIC	China Investment Corp.	–	–	0
2011	Wietnam	AES-VCM Mong Duong Power Co. Ltd	CIC	China Investment Corp.	19,00	19,00	93
2011	Rosja	VTB Group	CIC	China Investment Corp.	–	–	100
2011	Stany Zjednoczone	650 Madison Ave, New York City, NY, US	CIC	China Investment Corp.	–	–	0
2011	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Commercial Property Loan	CIC	China Investment Corporation			78,37
2011	Republika Południowej Afryki	Shanduka Group Pty Ltd	CIC	China Investment Corporation	25,80	25,80	247
2011	Australia	Horizon Roads – Toll Roads	CIC	China Investment Corporation	13,84	13,84	289,7
2011	Francja	Exploration & Production division of GDF SUEZ (GDF SUEZ E&P)	CIC	China Investment Corporation	30,00	30,00	3273,59

2011	Francja	LNG Atlantic liquefaction plant in Trinidad and Tobago	CIC	China Investment Corporation	10,00	10,00	853,98
2011	Stany Zjednoczone	Enogex Holdings LLC	CIC	China Investment Corporation	–	–	0
2011	Australia	ConnectEast Group	CIC	Leader Investment Corporation			0
2011	Hongkong	Shanghai Pharmaceuticals Holding Co. Ltd	NSSF	National Council for Social Security Fund	–	9,12	195,78
2011	Wielka Brytania	Hammerson Plc	SAFE	SAFE Investment Company		0,84	4,21
2011	Wielka Brytania	Cookson Group Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,39	5,23
2011	Wielka Brytania	AstraZeneca Plc	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,04	29,92
2011	Wielka Brytania	Unilever PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,08	46,51
2011	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,53	31,34

1	2	3	4	5	6	7	8
2011	Wielka Brytania	BP PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,35	39,71
2011	Niemcy	Munich Re Group	SAFE			3,04	473,00
2012	Niemcy	DWS New German Fund	CIC	Best Investment Corporation			11,97
2012	Rosja	Uralkali OAO	CIC	Chengdong Investment Corporation	–	–	0
2012	Brytyjskie Wyspy Dziewicze	Jenington International Inc.	CIC	Chengdong Investment Corporation	4,99	4,99	424,5
2012	Stany Zjednoczone	Howard Hughes Corp.	CIC	China Investment Corporation	–	9,34	258,98
2012	Brazylia	35 Logistic Assets in Brazil, one of them is developmental	CIC	China Investment Corporation	34,20	34,20	375,52
2012	Wielka Brytania	Winchester House, London	CIC	China Investment Corporation	95,00	95,00	391,4
2012	Stany Zjednoczone	Cheniere Energy	CIC	China Investment Corporation	–	–	500

2012	Francja	Eutelsat Communications SA	CIC	China Investment Corporation	7,00	7,00	487
2012	Stany Zjednoczone	EP Energy LLC	CIC	China Investment Corporation	9,90	9,90	300
2012	Japonia	15 logistics facilities of Lasalle Investment Management KK	CIC	China Investment Corporation	50,00	50,00	786
2012	Stany Zjednoczone	EIG Global Energy Partners LLC	CIC	China Investment Corporation	–	–	0
2012	Wielka Brytania	Kemble Water Limited	CIC	China Investment Corporation	8,68	8,68	428,79
2012	Rosja	Russian Forest Products Group	CIC	China Investment Corporation – Russia-China Investment Fund	21,00	21,00	100
2012	Kanada	Sunshine Oilsands Ltd	CIC	Premium Investment Corporation	7,43	7,43	150
2012	Wielka Brytania	BAA plc	CIC	Stable Investment Corporation	5,72	5,72	415,35
2012	Wielka Brytania	BAA plc	CIC	Stable Investment Corporation	4,28	10,00	309,2

1	2	3	4	5	6	7	8
2012	Wielka Brytania	Veolia Water Central Ltd	SAFE	Beryl Datura Investment Limited	10,00	10,00	186
2012	Wielka Brytania	Drapers Gardens	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd	100,00	100,00	438
2012	Wielka Brytania	Bhp Billiton PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,38	856,57
2013	Kajmany	China MeiDong Auto Holdings Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	3,92	8,24
2013	Hongkong	Goldpac Group Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	10,87	87,28
2013	Kajmany	Mingfa Group International Co. Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	20,45	174,88
2013	Kajmany	Nexteer Automotive Group Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	4,74	42,73
2013	Kajmany	CT Environmental Group Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	3,69	12,17
2013	Bermudy	Binhai Investment Co. Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	4,26	12,66
2013	Kajmany	Ping Shan Tea Group Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	7,55	23,77

2013	Rosja	Moscow Exchange MICEX-RTS	CIC	Chengdong Investment Corp.	–	–	80
2013	Stany Zjednoczone	Energy Fund XVI	CIC	China Investment Corporation	–	–	0
2013	Australia	Centennial Plaza complex on 231 Elizabeth Street, Sydney	CIC	China Investment Corporation	–	–	280,16
2013	Wielka Brytania	West London, Chiswick Park	CIC	China Investment Corporation	100,00	100,00	1068,94
2013	Australia	Windfield Holdings Pty Ltd	CIC	Leader Investment Corporation	35,00	35,00	286,37
2013	Polska	Silesia Shopping Center	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			182,00
2013	Wielka Brytania	3 Tesco Superstores	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			181,70
2013	Wielka Brytania	Ropemaker Place, London	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd	50,00	50,00	366,5
2013	Wielka Brytania	One Angel Square, Manchester, UK	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd	49,00	49,00	107

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Wielka Brytania	UPP Group Holdings Ltd	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd	40,00	40,00	885
2013	Francja	Schneider Electric SA	SAFE	SAFE Investment Company	–	2,25	977,18
2013	Wielka Brytania	Antofagasta PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,55	0,16
2013	Wielka Brytania	Intertek Group PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,54	21,89
2013	Wielka Brytania	Tate & Lyle PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	0,11	0,09
2013	Wielka Brytania	GKN PLC	SAFE	SAFE Investment Company	–	1,30	7,22
2013	Wielka Brytania	Croda International PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	0,99	1,69
2013	Norwegia	Telenor ASA	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,30	4,07
2013	Wielka Brytania	G4S PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,03	6,84
2013	Wielka Brytania	Carnival PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,40	9,06

2013	Wielka Brytania	Rentokil Initial PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,16	15
2013	Wielka Brytania	ARM Holdings PLC	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,93	79,12
2013	Norwegia	DNB ASA	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,65	481,95
2014	Kajmany	China All Access Holdings Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	7,15	22,11
2014	Hongkong	IRC Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	20,54	16,8
2014	Kajmany	National Agricultural Holdings Ltd	CIC	Central Huijin Investment Ltd	–	0,26	0,39
2014	Irlandia	China Ireland Technology Growth Capital Fund	CIC	China Investment Corporation	50,00	50,00	50
2014	Wielka Brytania	Cabbot Circus Shopping Center	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			447,08
2014	Wielka Brytania	UPP Group Holdings Ltd	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			133,05
2014	Wielka Brytania	Fosse Shoping Park	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			287,88

1	2	3	4	5	6	7	8
2014	Wielka Brytania	33 Holborn	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd			208,67
2014	Holandia	Belair Office Complex in Brussels	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd	–	–	103,17
2014	Norwegia	Schibsted ASA	SAFE	SAFE Investment Company Limited	–	1,87	1,56
2014	Włochy	Eni SpA	SAFE				1880
2014	Włochy	Ena SpA	SAFE				1080
2014	Wielka Brytania	Statekraft	SAFE	Gingko Tree Investment Ltd		49	170

Źródło: *Sovereign Wealth Funds Transaction Database*.

ANEKS 2

Lista transakcji norweskiego Government Pension Fund Global (GPFG) w latach 2003–2014 (transakcje powyżej 100 milionów dolarów)

Rok	Państwo	Nazwa nabywanego przedsiębiorstwa	Nazwa PFM	Nabywca właściwy	Nabyte udziały (w procentach)	Procent udziałów po transakcji	Wartość transakcji w milionach dolarów
1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Szwajcaria	Roche Holding AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	8,94	3986,48
2014	Niemcy	Daimler AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,17	3137,72
2013	Niemcy	Daimler AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,31	3090,46
2013	Wielka Brytania	Royal Dutch Shell PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,11%	2634,37
2013	Wielka Brytania	GlaxoSmithKline PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,08	2628,36
2013	Niemcy	BASF SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,02	2474,26
2014	Szwajcaria	UBS AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,03	2249,59
2013	Szwajcaria	Credit Suisse Group AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,33	2141,46
2007	Holandia	Royal Dutch Shell PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	1687,2

1	2	3	4	5	6	7	8
2012	Francja	Prologis European Portfolio	Norway GPFG	Prologis European Logistics Partners Sarl	50,00	50,00	1584
2010	Stany Zjednoczone	Blackrock Inc.	Norway GPFG	Norges Bank	–	7,82	1578,48
2012	Wielka Brytania	BG Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,08	1433,77
2011	Wielka Brytania	HSBC Holdings Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,07	1306,39
2013	Holandia	Unilever NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,86	1281,71
2008	Szwajcaria	Nestle SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	1272,71
2013	Jersey	Glencore Xstrata PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,06	1248,11
2013	Szwajcaria	ABB Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,04	1247,85
2013	Stany Zjednoczone	Bank of America Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,00	1184,85
2013	Niemcy	Deutsche Telekom AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,54	1180,74
2013	Stany Zjednoczone	Walt Disney Co.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,00	1175,32

2013	Holandia	ING Groep NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,15	1136,66
2005	Wielka Brytania	Vodafone Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	1121,53
2007	Niemcy	Allianz AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	1118,82
2012	Szwajcaria	Uetlihof office complex in Zurich	Norway GPFG	NBIM Sarl	100,00	100, 00	1077
2013	USA	Sprint Corp	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,54	1072,6
2012	Niemcy	Berlin and Frankfurt Buildings	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	50,00	1015,31
2011	Francja	Porfolio Properties (Paris)	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	50,00	50,00	993
2013	Australia	Commonwealth Bank of Australia	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,88	980,5
2008	Szwajcaria	Novartis AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	929,02
2014	Szwajcaria	Credit Suisse Group AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,98	918,71
2013	Szwajcaria	Nestle SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,00	905,84

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Rosja	VTB Bank OAO	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,68	900,3
2014	Niemcy	Linde AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,30	891,14
2013	Australia	Commonwealth Bank of Australia	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,88	879,27
2011	Francja	Renault SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,69	868,43
2013	Japonia	Fanuc Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,54	832,65
2013	Australia	Australia and New Zealand Banking Group Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,06	809,03
2012	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,01	808,77
2013	Wielka Brytania	BT Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,65	794,28
2013	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,72	782,22
2013	Francja	BNP Paribas SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,81	757,68

2007	Niemcy	Siemens AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	723,08
2010	Wielka Brytania	The Crown Estate	Norway GPFG	Norges Bank	25,00	25,00	719,84
2013	Irlandia	Eaton Corporation PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,97	710,31
2013	Rosja	VTB Group	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	700
2013	Stany Zjednoczone	MasterCard Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,68	684,92
2013	Stany Zjednoczone	7 Times Square Tower	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	45,00	45,00	684
2013	Finlandia	Stora Enso Oyj	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	85,66	646,76
2010	Wielka Brytania	Reckitt Benckiser Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,80	639,46
2009	Francja	BNP Paribas	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,41	633,01
2012	Wielka Brytania	BG Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,02	608,34

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Stany Zjednoczone	5 Office Properties – New York City, Washington D.C., Boston	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	49,90	49,90	598,8
2013	Dania	AP Moeller – Maersk A/S	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,62	595,49
2014	Niemcy	Linde AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,58	592,22
2014	Francja	Le Madeleine, Paris	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	100,00	100,00	586,3
2008	Stany Zjednoczone	IBM	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	586,25
2013	Szwecja	Volvo AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,86%	581,89
2014	Wielka Brytania	The Pollen Estate	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	57,80	57,80	575,28
2013	Stany Zjednoczone	AbbVie Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,68	569,98
2013	Szwecja	Atlas Copco AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,47	566,87
2012	Wielka Brytania	UK Shopping Centre Meadowhall	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	50,00	563,13

2007	Niemcy	Metro AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	560,02
2007	Niemcy	SAP AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	548,62
2013	Kanada	Scotiabank Canadian Growth Fund A USD	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,00	539,2
2005	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	537,73
2007	Szwajcaria	Nestle SA	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	520,5
2013	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,09	513,06
2010	Portugalia	Portugal Telecom SGPS SA	Norway GPFG	Norges Bank	–	5,19	511,7
2012	Wielka Brytania	Xstrata Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,01	496,32
2013	Francja	L'Oreal SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,48	476,77
2008	Stany Zjednoczone	Google Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,37	462,99
2013	Japonia	KDDI Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,90	461,75

1	2	3	4	5	6	7	8
2012	Niemcy	Daimler AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,01	459,1
2012	Wielka Brytania	Xstrata Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,96	458,8
2007	Niemcy	Bayer AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	455,73
2012	Niemcy	Daimler AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,03	455,17
2013	Niemcy	Linde AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,11	454,37
2008	Niemcy	Bayer AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	453,07
2013	Francja	Arkema SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,17	451,08
2013	Stany Zjednoczone	66 Logistic Properties USA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	45,00	45,00	450
2013	Wielka Brytania	Aon PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,41	447,17
2013	Stany Zjednoczone	Hilton Worldwide Holdings Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,03	445,04
2010	Niemcy	ThyssenKrupp AG	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,96	441,95

2013	Niemcy	Linde AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,04	436,33
2013	Stany Zjednoczone	General Growth Properties Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,78	433,52
2013	Niemcy	Bayerische Motoren Werke AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,99	430,45
2012	Wielka Brytania	SSE PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,23	421,77
2011	Wielka Brytania	Bhp Billiton PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,00	418,39
2013	Szwecja	Investor AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,92	417,24
2013	Brazylia	Itau Unibanco Holding SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,21	404,39
2008	Stany Zjednoczone	Oracle Corp	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	403,39
2012	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,92	402,72
2011	Francja	28	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	399
2013	Wielka Brytania	BAE Systems PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,74	388,33

1	2	3	4	5	6	7	8
2008	Niemcy	SAP AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	387,88
2014	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,98	381,3
2013	Brazylia	Ambev SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,33	381,16
2013	Wielka Brytania	BG Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,05	373,73
2011	Francja	Renault S.A.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,57	373,05
2014	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,00	370,62
2009	Francja	Carrefour	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,86	369,71
2007	Szwajcaria	Novartis AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	369,34
2012	Wielka Brytania	Tesco PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,01	366,02
2013	Stany Zjednoczone	Cummins Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,10	352,12
2013	Kanada	Bank of Montreal	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,00	350,08

2012	Francja	5 Properties in Paris	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	50,00	50,00	345,68
2013	Brazylia	Banco Bradesco SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,20	341,99
2013	Szwajcaria	Pentair Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,15	330,17
2013	Japonia	Denso Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,76	321,74
2013	Stany Zjednoczone	Facebook Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,64	317,2
2013	Wielka Brytania	Lloyds Banking Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,84	303,42
2012	Jersey	Formula 1	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	300
2013	Japonia	Seven & i Holdings Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,85	299,61
2010	Wielka Brytania	Rolls Royce Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,75	297,33
2013	Stany Zjednoczone	Comcast Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–.	1,34	293,71
2013	Niemcy	Deutsche Annington Immobilien SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,42	289,58

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Niemcy	Daimler AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,33	281,29
2011	Wielka Brytania	National Grid PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,98	280,72
2013	Japonia	Nomura Holdings Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,96	276,62
2013	Holandia	Koninklijke KPN NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,09	270,95
2013	Japonia	Orix Corp	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,16	268,32
2013	Japonia	Takeda Pharmaceutical Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,74	267,76
2013	Stany Zjednoczone	Danaher Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,20	267,38
2013	Chiny	China Cinda Asset Management Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,94	265,42
2010	Wielka Brytania	British Sky Broadcasting Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,38	264,9
2008	Francja	Carrefour	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,32	264,17
2012	Wielka Brytania	Centrica PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,23	259,78

2013	Japonia	Nissan Motor Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,74	259,69
2010	Włochy	Fiat SpA	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,02	259,24
2012	Niemcy	Die Welle, Frankfurt	Norway GPFG	NBIM Otto Sarl	50,00	50,00	254
2012	Niemcy	Neues Kranzler Eck, Berlin, Kurfuerstendamm Boulevard	Norway GPFG	NBIM Otto Sarl	50,00	50,00	254
2013	Niemcy	E.ON SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,92	251,1
2013	Wielka Brytania	Liberty Global PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,19	250,48
2013	Chiny	Bank of China Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,29	248
2011	Szwecja	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,06	244,66
2011	Stany Zjednoczone	NII Holdings Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,16	244,51
2013	Stany Zjednoczone	Ameriprise Financial Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,98	240,71

1	2	3	4	5	6	7	8
2014	Stany Zjednoczone	555 12th Street, Washington D.C.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	47,50	47,50	240
2013	Wielka Brytania	BG Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,48	238,49
2011	Dania	Vestas Wind Systems Aktieselskabet	Norway GPFG	Norges Bank	–	4,86	238,17
2013	Stany Zjednoczone	One Financial Center, Boston	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	47,50	47,50	238
2014	Stany Zjednoczone	425 Market Street, San Francisco	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	47,50	47,50	236
2013	Dania	Carlsberg A/S	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,76	231,27
2013	Holandia	CNH Industrial NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,46	225,22
2013	Mexico	Fomento Economico Mexicano SAB de CV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,06	222,2
2014	Szwecja	Skandinaviska Enskilda Banken AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,52	221,47
2007	Niemcy	ThyssenKrupp AG	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	218,26
2008	Francja	BNP Paribas	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,07	217,45

2010	Wielka Brytania	Prudential PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	4,03	215,08
2012	Jersey	Glencore International PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,45	214,04
2013	Finlandia	UPM-Kymmene Corporation	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,74	211,68
2014	Szwecja	Nordea Bank AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,90	211,05
2013	Francja	Accor SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,95	210,2
2013	Chiny	New China Life Insurance Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,06	210,13
2011	Szwajcaria	Actelion Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,24	209,08
2013	Chiny	New China Life Insurance Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,03	209,07
2013	Japonia	Toyota Motor Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,73	208,89
2011	Wielka Brytania	Land Securities Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	4,08	208,18
2013	Wielka Brytania	SABMiller PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,13	207,83

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Japonia	Komatsu Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,04	203,51
2011	Wielka Brytania	British Land Company PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,08	202,46
2013	Niemcy	Deutsche Wohnen AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	11,34	202,28
2013	Stany Zjednoczone	Macerich Co.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,13	201,42
2013	Irlandia	Perrigo Company PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,19	201,27
2013	Szwecja	Svenska Cellulosa SCA AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,26	201,23
2013	Australia	CSL Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,96	201,06
2013	Szwajcaria	Credit Suisse Group AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,00	199,31
2013	Francja	Pernod Ricard SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,64	193,86
2013	Singapur	Global Logistic Properties Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,32	193,39
2013	Chiny	China Life Insurance Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,83	192,99

2013	Chiny	PetroChina Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,83	192,94
2009	Francja	Peugeot SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,81	190,56
2007	Stany Zjednoczone	General Electric Co.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	190,48
2013	Dania	Coloplast A/S	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,42	190,39
2010	Irlandia	CRH Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,97	189,25
2013	Wielka Brytania	11 Properties – Portfolio of Distribution Warehouses – UK	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	50,00	50,00	188,88
2003	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	186,48
2013	Hongkong	CNOOC Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,25	186,48
2013	Japonia	Sumitomo Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,18	186,03
2010	Wielka Brytania	AstraZeneca PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,72	182,02

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Wielka Brytania	Smiths Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,82	180,4
2013	Szwecja	Volvo AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,44	179,7
2013	Stany Zjednoczone	Viacom Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,09	178,82
2013	Niemcy	Beiersdorf AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,50	178,09
2007	Szwajcaria	Zurich Financial Services	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	177,9
2008	Francja	Schneider Electric	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,11	177,67
2013	Stany Zjednoczone	Johnson Controls Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,35	176,78
2013	Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0.28%	176,75
2010	Portugalia	EDP Energias Portugal SA	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,15	176,23
2013	Chiny	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,75	174,04

2013	Republika Południowej Afryki	Sasol Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,54	172,65
2013	Korea	SK Hynix Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,70	172,58
2013	Wielka Brytania	Vodafone Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,48	172,26
2013	Szwecja	Electrolux AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,17	171,75
2013	Holandia	Heineken NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,36	171,46
2010	Wielka Brytania	United Utilities Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	4,03	167,58
2013	Brazylia	BB Seguridade Participacoes SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,80	166,44
2013	Stany Zjednoczone	Prudential Financial Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,51	161,81
2013	Wielka Brytania	Bunzl PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,06	160,96
2013	Stany Zjednoczone	Prologis Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,61	160,91

1	2	3	4	5	6	7	8
2012	Wielka Brytania	BP PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,25	160,42
2013	Wielka Brytania	Regent Street	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	25,00	25,00	159,79
2013	Holandia	Koninklijke Philips NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,98	159,7
2013	Wielka Brytania	Barclays PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,96	155,57
2009	Wielka Brytania	BG Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	154,48
2013	Irlandia	Seagate Technology PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,23	152,24
2007	Szwajcaria	Zurich Financial Services	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	152,22
2007	Stany Zjednoczone	IBM	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	151,85
2013	Wielka Brytania	British Land Company PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	6,35	150,48
2013	Chiny	Cinda Asset Management	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	150
2013	Irlandia	Ryanair Holdings PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,14	149,13

2013	Wielka Brytania	Schroders PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	10,29	148,9
2013	Niemcy	Hugo Boss AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,45	145,52
2013	Belgia	Anheuser-Busch InBev SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,16	145,43
2013	Kanada	Toronto-Dominion Bank	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,93	144,51
2014	Niemcy	Deutsche Annington Immobilien SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,28	144,05
2013	Japonia	Mizuho Financial Group Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,00	143,33
2013	Szwecja	Nordea Bank AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,93	143,22
2013	Jersey	Delphi Automotive PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,77	142,53
2013	Japonia	Softbank Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,09	141,56
2013	Stany Zjednoczone	T-Mobile US Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,65	141,35
2013	Niemcy	Lanxess AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,00	141,05

1	2	3	4	5	6	7	8
2007	Szwajcaria	UBS AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	140,9
2013	Niemcy	Deutsche Wohnen AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	9,29	140,36
2013	Australia	Macquarie Group Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,95	139,85
2013	Szwecja	Sandvik AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,05	139,34
2013	Kanada	Agrium Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,29	139,13
2013	Francja	Lafarge SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,41	138,08
2013	Wielka Brytania	SSE PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,02	135,57
2013	Szwajcaria	Sonova Holding AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,50	135,52
2013	Hongkong	Hang Lung Properties Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,63	135,25
2012	Finlandia	UPM Kymmene Oyj	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,41	134,34
2013	Stany Zjednoczone	Twenty-First Century Fox Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,55	134,21

2013	Stany Zjednoczone	Federal Realty Investment Trust	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,36	133,83
2013	Chiny	China Life Insurance Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,37	133,73
2010	Hiszpania	Ferrovial SA	Norway GPFG	Norges Bank	–	3,01	130,64
2008	Wielka Brytania	Reed Elsevier PLC	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	129,98
2010	Niemcy	Kabel Deutschland Holding AG	Norway GPFG	Norges Bank	–	3,07	129
2011	Wielka Brytania	British Land Company PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	128,21
2013	Stany Zjednoczone	LinkedIn Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,59	126,98
2014	Niemcy	BASF SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,14	126,39
2013	Szwajcaria	ACE Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,07	125,95
2011	Szwecja	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,06	124,7
2013	Wielka Brytania	Sse PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,00	124,25

1	2	3	4	5	6	7	8
2007	Francja	Schneider Electric	Norway GPFG	Norges Bank	–	–	123,93
2013	Belgia	Telenet Group Holding NV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,83	122,38
2013	Japonia	T&D Holdings Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,39	122,32
2013	Meksyk	Cemex SAB de CV	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,87	121,48
2013	Malezja	Sapurakencana Petroleum Bhd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,36	121,47
2013	Hongkong	Swire Pacific Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,77	119,46
2013	Japonia	Daiichi Sankyo Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,92	119,27
2013	Japonia	East Japan Railway Co.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,17	118,39
2013	Dania	TDC A/S	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,48	116,93
2014	Wielka Brytania	SSE PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,15	115,97
2011	Niemcy	Kabel Deutschland Holding AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,48	114,95

2008	Wielka Brytania	WPP Plc	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	114,9
2013	Stany Zjednoczone	Beam Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,82	114,62
2013	Szwecja	Modern Times Group MTG AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	43,89	114,51
2013	Niemcy	Deutsche Lufthansa AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,16	113,89
2014	Portugalia	EDP Energias de Portugal SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,64	113,82
2013	Kanada	National Bank of Canada	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,83	113,06
2013	Stany Zjednoczone	Republic Services Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,63	113,05
2010	Włochy	Unione Di Banche Italiane SCPA	Norway GPFG	Norges Bank	–	2,01	112,99
2011	Wielka Brytania	Great Portland Estates PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,07	112,73
2013	Stany Zjednoczone	News Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,17	112,66
2012	Chiny	China Pacific Insurance (Group) Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	8,35	111,91

1	2	3	4	5	6	7	8
2011	Szwecja	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7, 37%	111,72
2014	Niemcy	Deutsche Annington Immobilien SE	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	8,85	110,4
2013	Niemcy	SZ Tower in Munich	Norway GPFG	NBIM Otto Sarl	50,00	50,00	110,22
2013	Hiszpania	Banco Popular Espanol SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,16	110,13
2013	Japonia	Sumitomo Mitsui Financial Group Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,28	109,46
2013	Indie	ICICI Bank Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,54	108,44
2013	Wyspy Dziewicze	Michael Kors Holdings Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,65	108,42
2013	Chiny	China Communications Construction Co. Ltd	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,00	107,77
2011	Wielka Brytania	Vodafone Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	–	107,52
2010	Wielka Brytania	Kingfisher Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	1,34	106,89
2013	Tajlandia	CP All PCL	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,93	106,48

2013	Japonia	JX Holdings Inc.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,83	105,55
2012	Francja	Valeo SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	4,98	105,42
2012	Wielka Brytania	Capita PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,80	105,16
2010	Wielka Brytania	Telecity Group Plc	Norway GPFG	Norges Bank	–	7,04	104,95
2013	Brazylia	Banco do Brasil SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,36	104,9
2013	Niemcy	Osram Licht AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,76	104,26
2011	Szwecja	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	7,41	103,16
2011	Wielka Brytania	Reckitt Benckiser Group PLC	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,88	102,88
2013	Stany Zjednoczone	Walt Disney Co.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,93	102,51
2013	Stany Zjednoczone	Liberty Interactive Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	58,49	102,36
2013	Szwecja	Assa Abloy AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,95	102,19

1	2	3	4	5	6	7	8
2013	Szwecja	Assa Abloy AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,32	101,99
2012	Francja	Valeo SA	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	5,07	100,99
2013	Szwecja	Nordea Bank AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	1,82	100,65
2013	Szwecja	Industrivarden AB	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	3,13	100,39
2013	Japonia	Asahi Kasei Corp.	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	0,91	100,09
2013	Austria	Erste Group Bank AG	Norway GPFG	Norges Bank Investment Management	–	2,58	100,06

Źródło: *Sovereign Wealth Funds Transaction Database*.

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1.1. Miejsce państwowych funduszy majątkowych w strukturze instytucji finansowych państwa 30

Rysunek 2.1. Warunki kontroli państwa nad państwowymi funduszami majątkowymi 100

Rysunek 3.1. Państwowe fundusze majątkowe w strukturze administracyjnej Chińskiej Republiki Ludowej 133

Rysunek 4.1. Miejsce Government Pension Fund Global w schemacie organizacyjnym norweskich rządowych instytucji inwestycyjnych 150

Rysunek 4.2. Struktura zarządzania Government Pension Fund Global i rola poszczególnych instytucji 170

Rysunek 5.1. Struktura zarządzania Russian Direct Investment Fund 202

SPIS WYKRESÓW

Wykres 1.1. Wzrost wielkości zasobów zarządzanych przez PFM wybranych krajów w latach 2011–2016 (w milionach dolarów) 34

Wykres 1.2. Zmiana wartości aktywów państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2015 (w miliardach dolarów) 35

Wykres 1.3. Rozkład geograficzny inwestycji państwowych funduszy majątkowych w krajach rozwijających się (dane za lata 2000–2014) 50

Wykres 2.1. Pozycja analizowanych państw w zależności od poziomu ich potęgi oraz wielkości zasobów finansowych w dyspozycji państwowych funduszy majątkowych 107

Wykres 2.2. Pozycja analizowanych państw w zależności od ich kontroli nad działaniami państwowych funduszy majątkowych oraz stopnia przejrzystości działania funduszy 108

Wykres 3.1. Wartość inwestycji zagranicznych chińskich państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2013 (w miliardach dolarów) 117

Wykres 3.2. Inwestycje chińskich państwowych funduszy majątkowych w podziale na sektory gospodarki w latach 2007–2013 118

Wykres 3.3. Inwestycje chińskich państwowych funduszy majątkowych w podziale na kierunki geograficzne w latach 2007–2013 119

Wykres 4.1. Kierunki geograficzne inwestycji Government Pension Fund Global w latach 1999–2014 153

Wykres 4.2. Podział sektorowy inwestycji Government Pension Fund Global w latach 1999–2014 (w procentach) 155

Wykres 5.1. Wartość środków zgromadzonych w National Wealth Fund (w miliardach dolarów) 185

Wykres 5.2. Wartość środków zgromadzonych w National Wealth Fund w poszczególnych walutach w latach 2008–2015 (w miliardach) 185

Wykres 5.3. Wartość środków zgromadzonych w Reserve Fund (w miliardach dolarów) 186

Wykres 5.4. Wartość środków zgromadzonych w Reserve Fund w poszczególnych walutach w latach 2008–2016 (w miliardach) 187

Wykres 5.5. Środki rosyjskich państwowych funduszy majątkowych jako procent produktu krajowego brutto (PKB) 207

SPIS TABEL

Tabela 1.1. Szacowana wartość aktywów państwowych funduszy majątkowych (dane z czerwca 2016 roku) 36

Tabela 1.2. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych z punktu widzenia wartości aktywów poszczególnych funduszy 38

Tabela 1.3. Klasyfikacja globalnych inwestorów instytucjonalnych z perspektywy ich specyfiki inwestycyjnej, celów strategicznych oraz wartości aktywów 40

Tabela 1.4. Porównanie wyników w rankingach transparentności dwudziestu największych państwowych funduszy majątkowych 45

Tabela 2.1. Klasyfikacja instrumentów polityki zagranicznej państwa 76

Tabela 2.2. Pozytywne instrumenty ekonomiczne polityki zagranicznej 78

Tabela 2.3. Negatywne instrumenty ekonomiczne polityki zagranicznej 79

Tabela 2.4. Narzędzia finansowego wymiaru dyplomacji ekonomicznej 81

Tabela 2.5. Zestawienie krajów posiadających największe zasoby w państwowych funduszach majątkowych (stan na czerwiec 2016 roku) 104

Tabela 3.1. Wielkość aktywów chińskich państwowych funduszy majątkowych w lutym 2018 roku (w miliardach dolarów) 116

Tabela 3.2. Największe odnotowane transakcje chińskich państwowych funduszy majątkowych w latach 2007–2014 (w miliardach dolarów) 123

Tabela 3.3. Inwestycje CIC i SIC w podziale sektorowym (w procentach) 129

Tabela 3.4. Lista kryteriów przejrzystości niespełnionych lub spełnionych jedynie częściowo przez fundusz CIC 142

Tabela 4.1. Lista dwudziestu największych inwestycji Government Pension Fund Global (w miliardach dolarów) 151

Tabela 4.2. Lista firm, w których Government Pension Fund Global ma największe udziały (wartość w milionach dolarów na dzień 31 grudnia 2015 roku) 152

Tabela 4.3. Dozwolony podział poszczególnych klas aktywów w ujęciu regionalnym (w procentach) 153

Tabela 4.4. Dziesięć najważniejszych krajów w portfelu inwestycyjnym Government Pension Fund Global na dzień 31 grudnia 2015 roku (w procentach) 154

Tabela 4.5. Rejestr firm wykluczonych – przyczyny wykluczenia i liczba przedsiębiorstw nim objętych (według stanu na 25 stycznia 2017 roku) 158

Tabela 4.6. Inwestycje Government Pension Fund Global w wybranych krajach rozwijających się (na koniec 2015 roku, w milionach dolarów) 167

Tabela 5.1. Limity inwestycyjne funduszy rosyjskich w podziale na rodzaje aktywów (w procentach) 183

Tabela 5.2. Wykaz zagranicznych partnerstw inwestycyjnych zawartych przez Russian Direct Investment Fund 188

Tabela 5.3. Wartość aktywów rosyjskich państwowych funduszy majątkowych (w miliardach dolarów) 206

Tabela 5.4. Lista kryteriów przejrzystości niespełnionych lub spełnionych jedynie częściowo przez National Wealth Fund i Reserve Fund 209

Tabela 6.1. Zestawienie instrumentów ekonomicznych polityki zagranicznej 216

Tabela 6.2. Porównanie form wykorzystywania państwowych funduszy majątkowych w polityce zagranicznej badanych państw 221

OD REDAKCJI

Doktor Tomasz Kamiński jest zatrudniony na stanowisku adiunkta w Katedrze Studiów Azjatyckich na Wydziale Studiów Międzynarodowych i Politologicznych Uniwersytetu Łódzkiego. Temat powiązań państwowych funduszy majątkowych z polityką badał przez kilka lat; rezultatem tych eksploracji były publikacje w uznanych międzynarodowych czasopismach (m.in. w „Energy Policy") oraz napisana wspólnie z zespołem książka „Political Players? Sovereign Wealth Funds' Investements in Central and Eastern Europe" (Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2017). Kierownik projektów finansowanych przez Komisję Europejską (Horyzont 2020, Jean Monnet) oraz Narodowe Centrum Nauki (OPUS). Był stypendystą w Europejskim Instytucie Uniwersyteckim (European University Institute) we Florencji. Autor książki „Sypiając ze smokiem. Polityka Unii Europejskiej wobec Chin" (Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2015). Stale współpracuje z czasopismem „Liberté!".