

KLAUDIA KACZMAREK

MOŻLIWOŚCI PRZECIWDZIAŁANIA CHOROBY HOLENDERSKIEJ ZA POMOCĄ *SOVEREIGN WEALTH FUNDS*

*Nie bogactwa czynią człowieka szczęśliwym,
ale dobre ich użycie.*
Miguel de Cervantes Saavedra

I. WSTĘP

W latach sześćdziesiątych XX w. w Holandii odkryto bogate złoża gazu ziemnego. Ich eksploatacja wywołała negatywne skutki dla gospodarki, związane głównie z realną aprecjacją holenderskiego guldena oraz wzrostem kosztów produkcji, w tym przede wszystkim płac. To co miało stanowić akcelerator rozwoju całej gospodarki, spowodowało regres określonych jej działów¹.

Powyższa sytuacja została opisana w artykule w tygodniku „The Economist” w listopadzie 1977 r. jako „choroba holenderska”². Od tego czasu symptomy tej „gospodarczej przypadłości” stały się niewidoczne w Holandii, ale pojęcie choroby holenderskiej weszło na stałe do słownika ekonomistów. Koncepcja została rozwinięta na gruncie teoretycznym i praktycznym, gdyż – jak później zauważono – omawiane zjawisko nie ogranicza się wyłącznie do Holandii. Symptomy choroby holenderskiej zaobserwowano także przykładowo w Wielkiej Brytanii, Boliwii, Wenezueli, Meksyku, Brazylii, Peru, Ekwadorze i Nigerii³, a także Libanie, Jordanii, Egipcie, Kolumbii, Rosji i Iranie⁴.

Celem niniejszego artykułu jest analiza możliwości przeciwdziałania chorobie holenderskiej za pomocą odpowiednio skonstruowanego funduszu, do którego transferowane są dochody ze sprzedaży surowców. Fundusz taki należałoby zakwalifikować jako *sovereign wealth fund*⁵. Autorka wysuwa hip-

¹ W. M. Corden, *Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation*, „Oxford Economic Papers” 1984, nr 36, s. 359.

² *The Dutch Disease*, „The Economist”, 26 November-2 December 1977, s. 82-83.

³ P. Stevens, *Resource Impact – Curse or Blessing? A Literature Survey*, IPIECA, 2003, s. 12.

⁴ S. Gurbanov, E. Merkel, *Avoiding the Dutch Disease: A Comparative Study of Three Successful Countries*, <http://ssrn.com/abstract=2190232>, s. 22 (dostęp: 5.05.2013).

⁵ Dalej jako: SWF. Polski odpowiednik nazwy to „państwowy fundusz majątkowy/inwestycyjny”; nazwa angielska jest bardziej rozpowszechniona, także w polskim piśmiennictwie, i w niniejszym opracowaniu będzie używana.

tezę, że możliwości przeciwdziałania za pomocą SWF chorobie holenderskiej determinowane są konstrukcją funduszu. W pierwszej części opracowania zarysowano mechanizm choroby holenderskiej, w drugiej części przedstawiono postulowane w literaturze sposoby jej przeciwdziałania, w trzeciej części skupiono uwagę na możliwościach przeciwdziałania przez SWF chorobie holenderskiej z perspektywy konstrukcji funduszu, a w końcowej części zamieszczono wnioski z analiz. W opracowaniu posłużono się analizą opisową (przynajmniej skutkową oraz porównawczą).

II. CHOROBA HOLENDERSKA GOSPODARKI

Pierwszy i zarazem najbardziej znany model mechanizmu choroby holenderskiej przedstawili Warner Max Corden i James Peter Neary w opracowaniu *Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy* (1982). Gospodarka w ich modelu w pełni wykorzystuje moce wytwórcze i składa się z trzech sektorów: dwóch sektorów produkujących dobra będące przedmiotem wymiany międzynarodowej – dynamicznie rozwijającego się sektora surowcowego (ogólnie: sektor doświadczający boomu) i sektora przemysłowego (ogólnie: sektor pozostałych dóbr podlegających wymianie; sami autorzy zauważyli, że może on mieć inny charakter w zależności od rzeczywistej sytuacji i przyczyny napływu walut obcych do kraju) oraz sektora, którego produkty nie podlegają wymianie międzynarodowej. Przyczyną boomu w modelu jest postęp techniczny neutralny w sensie Hicksa. Badacze analizowali sytuację w trzech przypadkach, różniących się stopniem mobilności czynników produkcji⁶.

W. Max Corden i J. Peter Neary wyróżnili dwie składowe mechanizmu choroby holenderskiej: efekt przepływu czynników produkcji⁷ (ang. *resource movement effect*) i efekt wydatkowy⁸ (ang. *spending effect*). Efekt przepływu czynników produkcji ma miejsce, gdy boom w jednym z sektorów dóbr podlegających wymianie (surowcowym) powoduje wzrost produktów krańcowych czynników zaangażowanych w jego produkcję i przez to wysysa mobilne czynniki produkcji z pozostałych sektorów, uruchamiając szereg mechanizmów

⁶ Więcej w: W. M. Corden, J. P. Neary, *Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy*, „Economic Journal” 92, 1982, nr 368 (December), s. 825-848. Analiza modelu nie jest przedmiotem niniejszego opracowania i zostanie ograniczona do minimum niezbędnego do dalszych rozważań.

⁷ W polskiej literaturze można spotkać inne tłumaczenia tego terminu. „Efekt przepływu czynników produkcji” jest używany przez K. Gierczyńską, zamiennie z „efektem przemieszczenia zasobów” (eadem, *Bogactwa naturalne jako czynnik destabilizujący wzrost gospodarczy. Próba identyfikacji zjawiska choroby holenderskiej w gospodarce Federacji Rosyjskiej*, „Oeconomia Copernicana” 2010, nr 1, s. 43-64, http://www.oeconomia.copernicana.umk.pl/plikidopobrania/2010_1_gierczynska.pdf [dostęp: 17.01.2014]). Z kolei Y. Sialitskaya nazywa go „efektem przesunięcia zasobów” (eadem, *Negatywny wpływ „boomu surowcowego” na konkurencyjność międzynarodową sektorów niezwiązanych z branżą wydobywczą państwa eksportera zasobów naturalnych*, w: *Konkurencyjność międzynarodowa we współczesnej gospodarce światowej*, red. T. Rybnarzewski, Zeszyty Naukowe nr 213, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011, s. 140-154).

⁸ Y. Sialitskaya nazywa go „efektem wydawania” (eadem, op. cit.).

dostosowawczych w gospodarce i prowadząc do bezpośredniej deindustrializacji (regresu sektora pozostałych dóbr wymiennych). Z kolei wyższe realne dochody, będące efektem boomu, wydatkowane na produkty sektora dóbr niepodlegających wymianie powodują wzrost ich cen⁹ i dalsze dostosowania w gospodarce (efekt wydatkowy). Wzrost cen w gospodarce (na skutek zwiększonego popytu zgłaszanego przez podmioty dysponujące wyższymi dochodami osiągniętymi w wyniku boomu) powoduje realną aprecjację waluty krajowej¹⁰. Realna aprecjacja przekłada się na spadek konkurencyjności eksportu niezwiązanego z rozwijającym się sektorem. W zależności od restrykcyjności założeń dotyczących przepływu czynników produkcji między sektorami oraz parametrów modelu, siła i kierunek zmian mogą się różnić¹¹.

W późniejszej literaturze dotyczącej oddziaływania choroby holenderskiej na gospodarkę wyróżnia się także efekt utraty korzyści zewnętrznych¹² (ang. *spillover-loss effect*)¹³, który polega na utracie pozytywnych efektów zewnętrznych generowanych dotychczas przez doświadczające regresu działy gospodarki¹⁴. Sektor wydobywania charakteryzuje się najczęściej niższym stopniem przetworzenia produktu końcowego i niższą wartością dodaną w stosunku do pozostałych gałęzi produkujących dobra wymienne. Specyfika tych gałęzi sprawia, że generują know-how i rozwijają nowe technologie w zwiększonym zakresie, a z ich dorobku korzysta cała gospodarka. Ich regres oznacza także redukcję tych efektów¹⁵.

Część badaczy sprowadza definicję choroby holenderskiej po prostu do kurczenia się sektora dóbr wymiennych, pomijając poszczególne efekty. Christine Ebrahim-zadeh podkreśla też, że przyczyny choroby holenderskiej nie ograniczają się do odkrycia i eksploatacji nowych złóż, czy też nagłego postępu technicznego, ale obejmują wszelkiego typu wydarzenia, które skutkują wielkim napływem dewiz do kraju (zatem może być to pomoc zagraniczna czy też

⁹ Wzrost popytu w małej gospodarce otwartej na dobra wymienne nie powoduje wzrostu ich cen (są one ustalane na rynku światowym, a więc należy je traktować jako dane), a jedynie wzrost importu. Wzrost popytu wymusza wzrost wynagrodzeń, który w przypadku dóbr wymiennych nie może być skompensowany wzrostem ceny, a zatem zyski tego sektora spadają (pośrednia deindustrializacja).

¹⁰ Przebieg będzie się różnić w zależności od systemu kursowego: w reżimach sztywnych do realnej aprecjacji dojdzie poprzez wzrost poziomu cen w kraju, a w systemie płynnym aprecjacji realnej będzie towarzyszyć nominalna. Por. Ch. Ebrahim-zadeh, *Dutch Disease: Too Much Wealth Managed Unwisely*, „Finance and Development” 40, 2003, nr 1 (March). Nawet jeżeli władza zdecyduje o akumulacji rezerw walutowych celem przeciwdziałania aprecjacji nominalnej, ale nie zdecyduje się na jej sterylizację, wzrost bazy monetarnej doprowadzi do wzrostu inflacji, a w konsekwencji – realnej aprecjacji.

¹¹ Por. W. M. Corden, J. P. Neary, op. cit.

¹² Autorka nie napotkała tłumaczenia tego terminu w polskiej literaturze. Tłumacząc go, miała na uwadze przede wszystkim kontekst merytoryczny pojęcia.

¹³ R. Torvik, *Learning by Doing and the Dutch Disease*, „European Economic Review” 45, 2001, s. 285-306.

¹⁴ E. Røed Larsen, *Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught up with and Forged ahead of Its Neighbors*, Discussion Papers No. 377, Statistics Norway, Research Department, May 2004, s. 5.

¹⁵ J. D. Sachs, A. M. Warner, *Natural Resource Abundance and Economic Growth*, Centre for Economics Development and Harvard Institute for International Development, November 1997.

zagraniczne inwestycje bezpośrednie)¹⁶. Badacze nie są zgodni co do istoty tego zjawiska na gruncie teoretycznym, a także jego kształtu w praktyce. Niektórzy wręcz negują jego istnienie. Niemniej dostępnych jest wiele opracowań potwierdzających wystąpienie zjawiska w poszczególnych krajach¹⁷.

III. SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Zgodnie z szeroką definicją Sovereign Wealth Fund Institute: SWF oznacza „będący własnością państwa fundusz lub podmiot inwestycyjny, finansowany nadwyżką bilansu płatniczego, operacjami walutowymi, wpływami z prywatyzacji, rządowych transferów, nadwyżką budżetową lub wpływami z eksportu surowców. SWF nie stanowią: rezerwy walutowe będące w posiadaniu władzy monetarnej wykorzystywane do tradycyjnych operacji bilansu płatniczego lub do realizacji polityki pieniężnej, a także przedsiębiorstwa państwowe, pracownicze fundusze emerytalne finansowane składkami pracowników lub pracodawcy oraz aktywa zarządzane na rzecz osób fizycznych”¹⁸. Inne instytucje i badacze problematyki przedstawiają odmienne definicje, często węższe, jednak na potrzeby niniejszego artykułu dokładna analiza funkcjonujących definicji nie jest konieczna.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wyróżnia 5 rodzajów SWF ze względu na ich funkcje: fundusze stabilizacyjne (ochrona budżetów i gospodarek krajów bogatych w surowce przed zmianami ich cen), oszczędnościowe (transfer bogactwa z nieodnawialnych surowców między pokoleniami), inwestujące rezerwy walutowe (zmniejszenie kosztu utrzymywania rezerw walutowych, podniesienie dochodowości rezerw), rozwojowe (finansowanie priorytetowych projektów społeczno-gospodarczych), rezerwy emerytalnej (na wypadek realizacji emerytalnych lub warunkowych zobowiązań rządu)¹⁹. W praktyce poszczególne fundusze nierzadko realizują więcej niż jedną funkcję (np. w przypadku państw zasobnych w surowce, tworzone fundusze często łączą funkcje funduszu stabilizacyjnego i oszczędnościowego).

IV. PRZECIWDZIAŁANIE CHOROBIE HOLENDERSKIEJ

W kontekście rozważań nad chorobą holenderską pojawia się pytanie o potrzebę interwencji państwa w celu przeciwdziałania jej skutkom. Do jej konsekwencji należą przede wszystkim: realna aprecjacja waluty krajowej powodująca utratę konkurencyjności przez sektor pozostałych dóbr wymiennych oraz

¹⁶ Ch. Ebrahim-zadeh, op. cit., s. 1.

¹⁷ P. Stevens, op. cit., s. 11-12. Stevens dokonał obszernego przeglądu literatury dotyczącej choroby holenderskiej i ogólnego wpływu zasobności w surowce naturalne na rozwój kraju.

¹⁸ Zob. <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (dostęp: 10.08.2013).

¹⁹ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence. Causes, Consequences, and Policies*, IMF, Wahington DC, October 2007, s. 46.

przesunięcie części zasobów do sektora intensywnie rozwijającego się (co ogranicza możliwości rozwoju branż, kosztem których miało to miejsce). W krajach dotkniętych chorobą holenderską dochodzi do kurczenia się lub spowolnienia wzrostu sektora przemysłowego (ogólnie: pozostałych dóbr wymiennych) oraz szybkiego wzrostu sektora usług (dóbr niewymiennych), a w następstwie tego przedwczesnej deindustrializacji, a także wzrostu średniego wynagrodzenia w gospodarce²⁰. Wraz z kurczeniem się sektora pozostałych dóbr wymiennych ma miejsce nieodwracalna (lub odwracalna, ale przy znacznym koszcie) utrata jego zaplecza technicznego, technologii i know-how oraz pozytywnych efektów zewnętrznych, generowanych przez ten sektor i niezastąpionych przez sektor intensywnie się rozwijający²¹.

Poniżej zostaną poddane pod dyskusję następujące, najczęściej postulowane w literaturze przedmiotu, opcje dla polityki ekonomicznej: brak interwencji, polityka protekcyjnistyczna, przeprowadzanie interwencji walutowych i utworzenie SWF stabilizacyjno-oszczędnościowego. Ta standardowa lista zostanie rozszerzona o utworzenie SWF rozwojowego.

Jeśli spojrzeć na zjawisko choroby holenderskiej przez pryzmat ekonomii neoklasycznej, nasuwa się wniosek, że stanowi ono przejaw dostosowania się gospodarki do nowej sytuacji (np. odkrycie złóż surowców), a nie „przypadłość” gospodarki. Specjalizacja w eksporcie określonego dobra jest efektem wykorzystania przewagi komparatywnej i najbardziej rentowanej alokacji ograniczonych zasobów²². Uznanie tych poglądów za słuszne pociąga za sobą wniosek, że państwo nie powinno ingerować w gospodarkę, pozwalając jej na swobodne dostosowanie. Jednakże ten punkt widzenia może nie być atrakcyjny politycznie z uwagi na głosy pojawiające się w szczególności z sektorów, które w jakimś stopniu doznają uszczerbku oraz niekorzystne lub niepopularne wśród wyborców zjawiska społeczne (bezrobocie, konieczność przekwalifikowania). Ponadto należy mieć na uwadze, że powodująca chorobę holenderską intensywna eksploatacja złóż określonych surowców nie będzie trwać wiecznie. W rzeczywistości gospodarki są mniej elastyczne, niż zakłada się w modelach ekonomicznych, zatem po wyczerpaniu się złóż gospodarka stanie przed problemem kolejnego dostosowania, które może okazać się trudniejsze i kosztowniejsze (także w wymiarze społecznym)²³.

W momencie uznania choroby holenderskiej za problem gospodarczy, z którym państwo powinno walczyć, pojawia się pytanie o kierunek jego działań. Druga proponowana opcja polityki ekonomicznej zakłada podtrzymywanie lub wręcz rozwijanie (w szczególności w przypadku państw, w których sektor pozostałych dóbr podlegających wymianie nie zdażył się rozwinąć) przez państwo stopnia dywersyfikacji eksportu za pomocą różnorodnych narzędzi w ramach polityki protekcyjnistycznej.

²⁰ N. Oomes, K. Kalcheva, *Diagnosing Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms?*, IMF Working Paper WP/07/102, April 2007, s. 22-23.

²¹ E. Røed Larsen, op. cit., s. 14.

²² L. C. Bresser-Pereira, *The Dutch Disease and Its Neutralization: A Ricardian Approach*, „Brazilian Journal of Political Economy” 28, 2008, nr 1 (109), January-March, s. 65.

²³ E. Røed Larsen, op. cit., s. 14.

Wspieranie przez państwo określonych gałęzi gospodarki, które doznają uszczerbku na skutek choroby holenderskiej w celu przeciwdziałania ich stagnacji czy też regresowi, może przyjąć formę subsydiowania rodzimej produkcji lub wprowadzania ceł importowych. Argumentami przemawiającymi za takim rozwiązaniem są ochrona miejsc pracy i gałęzi gospodarki uważanych za strategiczne, czy też posiadające potencjał wzrostu, a także podtrzymywanie stanu różnicowania gospodarki. Z drugiej strony nasuwa się pytanie, na jakiej podstawie państwo ma wybierać, które branże zasługują na ochronę, a które nie. Oznaczałoby to, że aparat państwowy ma zastąpić rynek, co budzi wątpliwości co do efektywności alokacji zasobów, kształtowanej jego decyzjami. Ponadto wspierając określone branże, państwo przyczynia się do zmniejszenia importu ich produktów, co stanowi dodatkowy czynnik sprzyjający aprecjacji waluty krajowej (przy niezmiennym napływie dewiz, zmniejsza się ich odpływ), doprowadzając do pogorszenia sytuacji branż produkujących dobra wymienne, które nie wywalczyły protekcji²⁴.

Dywersyfikacja eksportu powinna być priorytetem polityki gospodarczej państw, których gospodarki cechują się wysokim udziałem eksportu nieprzetworzonych surowców, ponieważ umożliwia ochronę gospodarki i finansów państwa przed zmianami na rynkach międzynarodowych. W przypadku krajów zasobnych w surowce naturalne, w których inne gałęzie eksportu (poza wydobyciem) nie rozwinęły się, logiczne wydaje się w pierwszym rzędzie budowanie potencjału w branżach, zajmujących się przetwarzaniem tychże surowców i przez zwiększanie stopnia ich przetworzenia – zwiększanie wartości produktu końcowego²⁵. Jest to dywersyfikacja wertykalna, do której stymulacji państwo może wykorzystać wprowadzenie ceł eksportowych na nieprzetworzone surowce (ma to stanowić zachętę do ich przetwarzania w kraju) lub nawet tworzenie przedsiębiorstw państwowych zajmujących się przetwarzaniem surowca (w tym przypadku pojawiają się obawy o efektywność przedsięwzięcia – brak konkurencji i ułatwione starania o ochronę w postaci dotacji itp.). Najmocniejszy zarzut²⁶, jaki pojawia się pod adresem polityki rozwijania nowych branż, odnosi się do przesłanek doboru przez państwo kierunków działalności, które mają być rozwijane (podobnie jak w przypadku zarysowanej wcześniej polityki wspierania branż już funkcjonujących, ale zagrożonych)²⁷.

Wyjściem dla państw, które chcą stymulować konkurencyjność międzynarodową²⁸ sektora pozostałych dóbr wymiennych, ale jednocześnie nie wska-

²⁴ W. M. Corden, *The Dutch Disease in Australia. Policy Options for a Three-Speed Economy*, Australian National University, Working Papers in Trade and Development, no. 2011/14, November 2011, s. 7-8.

²⁵ M. Ross, *Extractive Sectors and the Poor*, An Oxfam America Report, October 2011, s. 17.

²⁶ Abstrahując od idei wolnego handlu.

²⁷ P. Stevens, op. cit., s. 19.

²⁸ Fagerberg uważa, że międzynarodowa konkurencyjność gospodarki oznacza jej „zdolność do realizacji głównych celów ekonomicznych, w szczególności w obszarze wzrostu gospodarczego i zatrudnienia bez generowania problemów w obrębie bilansu płatniczego” (J. Fagerberg, *International Competitiveness*, „Economic Journal” 98, 1988, nr 391, January, s. 355). OECD definiuje międzynarodową konkurencyjność jako „miarę przewagi (ang. *advantage*) lub słabości (ang. *disadvantage*) kraju w sprzedaży swoich produktów na rynkach międzynarodowych” (<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=399> [dostęp: 7.08.2013]).

zwać decyzją polityczną zwycięzców wśród jego uczestników, jest polityka interwencji walutowych zmierzających do osłabienia waluty krajowej. Bank centralny, kupując dewizy, zwiększa rezerwy walutowe i podaź waluty krajowej, co z kolei może spowodować wzrost inflacji (a tym samym realną aprecjację waluty krajowej). Sposobem na uniknięcie powyższej sytuacji jest sterylizacja interwencji poprzez sprzedaż własnych papierów dłużnych przez bank centralny. Jednakże uplasowanie emisji na rynku może wymagać od banku centralnego zaoferowania wyższej od aktualnej stopy procentowej (późniejszy wzrost stóp procentowych przełoży się na przyciągnięcie kapitału zagranicznego, a zatem będzie przyczyną aprecjacji). Ponadto taka polityka może doprowadzić do uporczywego powstawania tzw. quasi-deficytu fiskalnego (ang. *quasi fiscal deficit*), który oznacza stratę innej niż rząd centralny instytucji publicznej (w tym przypadku banku centralnego). Jak pokazały przykłady państw Ameryki Łacińskiej w czasie kryzysu w latach osiemdziesiątych XX w., zysk wypracowywany przez bank centralny z inwestowania rezerw walutowych jest często mniejszy niż oprocentowanie operacji sterylizujących, co przekłada się na powstawanie quasi-deficytów fiskalnych o pokaźnych rozmiarach²⁹. Taka strata wymaga pokrycia przez budżet państwa, zatem by nie doszło do chronicznego zadłużania się państwa, pokrycie tych deficytów musi być zapewnione poprzez utrzymywanie dyscypliny fiskalnej. Wyjściem jest także zakup przez rząd obligacji sterylizujących, co wymaga wypracowywania nadwyżki w budżecie administracji centralnej³⁰. Niemniej taka polityka, dzięki osłabieniu waluty krajowej, pozwala na co najmniej czasową poprawę konkurencyjności całości eksportu.

Skoro realna aprecjacja powodowana jest potężnym napływem dewiz do kraju i zwiększeniem popytu na dobra niewymienne, można jej uniknąć poprzez utworzenie specjalnego funduszu (SWF), w którym akumulowane są dochody ze sprzedaży produktu sektora intensywnie się rozwijającego. Warunkiem powodzenia takiej polityki jest jednak zaniechanie wymiany dewiz na walutę krajową, co powoduje ograniczenie bieżących dochodów krajowych podmiotów. Zatem aktywa funduszu powinny w całości mieć charakter zagranicznych. Finansowanie wpływów do funduszu dochodami państwa wymaga partycypacji państwa w dochodach sektora intensywnie rozwijającego się poprzez opodatkowanie, tantiemy itp. Oddziaływanie takiego SWF na sytuację podmiotów z gałęzi narażonych na kurczenie się na skutek choroby holenderskiej jest jednolite w przeciwieństwie do polityki protekcjonistycznej³¹. Dodatkowo umożliwia on transfer dochodów ze sprzedaży nieodnawialnych zasobów między generacjami. Jednakże decyzja o utworzeniu SWF inwestującego wpływy za granicą w praktyce może okazać się mało popularna wśród społeczeństwa oraz nie prowadzić do rozwiązania newralgicznych kwestii gospodarczych w akceptowalnym czasie, w szczególności w krajach o relatywnie niskim poziomie rozwoju. W krajach tych do najpilniejszych problemów należy

²⁹ P. Le Houerou, H. Sierra, *Quasi-Fiscal Deficits in a Consistency Framework. The Case of Madagascar*, World Bank, Working Papers, WPS 1105, February 1993, s. 2-6.

³⁰ W. M. Corden, op. cit., s. 15-16.

³¹ Ibidem, s. 8.

redukcja ubóstwa, a formuła SWF stabilizacyjno-oszczędnościowego uniemożliwia wykorzystanie do tego celu zwiększonych wpływów³².

Stymulowanie konkurencyjności eksportu, przy jednoczesnej rezygnacji z polityki protekcyjnej, wymaga inwestycji w krajową infrastrukturę i edukację, w szczególności w krajach słabo rozwiniętych. Choć nie jest to często postulowana opcja w literaturze przedmiotu, także w tym przypadku możliwa do wykorzystania jest koncepcja SWF, tym razem w formie funduszu rozwojowego. Niemniej fundusz inwestujący w strategiczne przedsięwzięcia krajowe nie ograniczy realnej aprecjacji waluty (dochody są absorbowane przez krajową gospodarkę, zwiększając presję, następuje jedynie ich redystrybucja), ale może zredukować odpływ kapitału i siły roboczej z sektora pozostałych dóbr wymiennych³³.

V. KONSTRUKCJA FUNDUSZU

W literaturze dotyczącej SWF często podkreśla się, że aby SWF przeciwdziałał chorobie holenderskiej, całość jego aktywów musi być inwestowana za granicą³⁴. Zgodnie z tym punktem widzenia SWF może przeciwdziałać chorobie holenderskiej wyłącznie przez absorpcję dodatkowych wpływów, lokowanie ich za granicą i dzięki temu – niedopuszczenie do realnej aprecjacji waluty krajowej. W tym przypadku transfer dochodów do SWF (i odsunięcie konsumpcji w czasie) redukuje efekt wydatkowy. Natomiast tak skonstruowany fundusz nie ogranicza efektu przepływu czynników produkcji (zależny od wzrostu produktów krańcowych czynników zaangażowanych w produkcję dobra, na który obserwowany jest boom oraz zapotrzebowania jego sektora na czynniki produkcji – w szczególności pracę, a także mobilności czynników produkcji i stopnia, w jakim intensywnie rozwijający się sektor dzieli czynniki produkcji z pozostałymi sektorami)³⁵ oraz efektu utraty korzyści zewnętrznych (zależy od cech strukturalnych gospodarki).

By fundusz stabilizacyjno-oszczędnościowy realizował założoną funkcję, musi istnieć system gwarantujący państwu udział w dochodach sektora doświadczającego boomu. Kwestią problematyczną jest określenie tego udziału – im będzie on większy, tym większe możliwości ograniczania efektu wydatkowego ma państwo (zależą one także od tego, jaką część państwo będzie transferować do funduszu). Transfery do funduszu generują kolejny problem. Kon-

³² P. Conceição, R. Fuentes, S. Levine, *Managing Natural Resources for Human Development in Low-Income Countries*, United Nations Development Programme, Regional Bureau for Africa, Working Paper 2011-002, December 2011, s. 1.

³³ Australian Industry Group, *Managing Australia's Mining Boom*, Economics Research Note, http://www.aigroup.com.au/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/LIVE_CONTENT/Economic%2520Indicators/Research%2520Notes/2010/Sovereign_wealth_fund.pdf (dostęp: 8.08.2013).

³⁴ U.S. Das, Y. Lu, Ch. Mulder, A. Sy, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, IMF Working Paper, 09/179, August 2009, s. 10.

³⁵ Por. W. M. Corden, J. P. Neary, op. cit.

trakty na zakup surowców notowanych na światowych rynkach towarowych denominowane są najczęściej w dolarze amerykańskim. Z kolei podatki i inne płatności na rzecz państwa dokonywane są w walucie krajowej. Wreszcie aktywa funduszu mają być denominowane w walutach zagranicznych. Powstaje zatem konieczność dwukrotnej wymiany walut, której rozmiary mogą oddziaływać na kurs walutowy. Na pierwszą operację rząd nie ma wpływu, o ile nie dotyczy ona przedsiębiorstw państwowych. Jednak druga (zamiana wpływów na aktywa zagraniczne) wymaga wypracowania rozwiązania pozwalającego w jak najmniejszym stopniu destabilizować kurs waluty krajowej (większa zmienność kursu oznacza większe ryzyko walutowe po stronie krajowych podmiotów handlujących z zagranicą). Z drugiej strony takie operacje dają rządowi możliwość oddziaływania na kurs walutowy w celu wywołania pożądanej jego zmiany.

Inna kwestia mająca fundamentalne znaczenie dla realizowania przez SWF stabilizacyjno-oszczędnościowy funkcji ograniczania efektu wydatkowego to sposób i czas wypłat z funduszu oraz przestrzeganie przyjętych reguł. W zasadzie coraz popularniejszy staje się pogląd, że wpływy ze sprzedaży nieodnawialnych surowców powinny być postrzegane jako kapitał, a nie dochód³⁶. W związku z tym wydaje się nieuzasadnione wykorzystywanie zasobów funduszu przed wyczerpaniem się bogactwa naturalnego będącego podstawą jego akumulacji lub w razie nadzwyczajnych okoliczności.

Przyjęcie na potrzeby opracowania szerokiej definicji SWF proponowanej przez SWF Institute sprawia, że wiele państwowych podmiotów inwestycyjnych (poza zaznaczonymi wcześniej wyjątkami) można uznać za SWF, także podmiot inwestujący w kraju (niektórzy badacze nie uznają takich funduszy za SWF). Fundusz rozwojowy jest rzadko spotykanym zaleceniem wobec państw zmagających się z problemem choroby holenderskiej. Jednak w państwach znajdujących się na stosunkowo niskim poziomie rozwoju, które nie dysponują konieczną infrastrukturą i zmagają się z wieloma problemami społecznymi – m.in. związanymi z ubóstwem, brakiem odpowiedniej ochrony zdrowia i niskim poziomem edukacji – konieczność poprawy warunków życia obecnej generacji może okazać się najpilniejszym problemem, którego zwalczanie jest oczekiwane od rządzących. Rozwiązaniem może okazać się utworzenie funduszu rozwojowego, inwestującego w krajowe projekty infrastrukturalne i programy społeczne. Działalność takiego funduszu z jednej strony przyczyni się do wzrostu poziomu życia mieszkańców, a z drugiej – doprowadzi do wzrostu konkurencyjności gospodarki i pozostałych gałęzi eksportu (warunkiem koniecznym są odpowiedni poziom infrastruktury i zaplecze edukacyjne, których brakuje w państwach najsłabiej rozwiniętych). Taki SWF nie ograniczy efektu wydatkowego (wpływy są wydawane w kraju, w tym na produkty sektora dóbr niewymiennych), ale przyczyni się do modyfikacji efektu przepływu czynników produkcji³⁷.

³⁶ Canadian International Council, *The 9 Habits of Highly Effective Resource Economies. Lessons for Canada*, CIC, 2012, s. 14-21.

³⁷ Por. W. M. Corden, J. P. Neary, op. cit.

Tabela 1

Porównanie wybranych cech funduszu stabilizacyjno-oszczędnościowego i rozwojowego w kontekście przeciwdziałania chorobie holenderskiej

Cecha	Fundusz stabilizacyjno-oszczędnościowy	Fundusz rozwojowy
Źródło finansowania	dochody państwa ze sprzedaży surowców (bezpośrednio lub pośrednio)	dochody państwa ze sprzedaży surowców (bezpośrednio lub pośrednio)
Waluta funduszu	zagraniczna	krajowa (ewentualnie zagraniczna w niezagospodarowanej części)
Wyплаты	po wyczerpaniu się złóż lub w razie drastycznego spadku dochodów budżetu na skutek zmiany cen surowców na rynkach światowych	w miarę finansowania poszczególnych projektów
Postulaty względem sposobu wypłat	potrzeba precyzyjnego określenia okoliczności wypłat i utrzymania dyscypliny w tym zakresie (ryzyko nadużyć)	potrzeba precyzyjnego określenia kryteriów wyboru projektów i zapewnienia odpowiedniego stopnia przejrzystości procedur (ryzyko nadużyć)
Rodzaje inwestycji	instrumenty finansowe zgodnie ze strategią inwestycyjną	projekty infrastrukturalne, programy społeczne
Rynek	zagraniczny	krajowy
Sektory	w zależności od strategii inwestycyjnej	transport, służba zdrowia, edukacja, energetyka, wodociągi i kanalizacja, gospodarka odpadami, ochrona środowiska, administracja, informatyzacja, kultura itp.
Możliwości wzrostu funduszu	nieograniczone	ograniczone
Korzyści – choroba holenderska	ograniczenie realnej aprecjacji (modyfikacja efektu wydatkowego)	modyfikacja efektu przepływu czynników produkcji
Pozostałe korzyści	stabilizacja dochodów budżetu, redystrybucja dochodów między pokoleniami, przeciwdziałanie ubóstwu i problemom społecznym związanym ze zmianą zatrudnienia	zwiększenie poziomu życia aktualnej generacji, przeciwdziałanie ubóstwu i problemom społecznym związanym ze zmianą zatrudnienia
Czas oczekiwania na efekty	stosunkowo krótki	długi

Źródło: opracowanie własne.

Tak jak w przypadku funduszu stabilizacyjno-oszczędnościowego, konieczne jest zapewnienie partycypacji państwa w dochodach z eksportu surowca oraz określenie części, która będzie odprowadzana do funduszu z uwzględnieniem potrzeb gospodarki i jej możliwości absorpcyjnych (możliwe jest też utworzenie SWF stabilizacyjno-oszczędnościowego dla pozostałych wpływów).

W przypadku funduszu rozwojowego doniosłe znaczenie ma ustalenie odpowiedniej polityki inwestycyjnej, ponieważ proces wyboru i realizacji przedsięwzięć generuje miejsce do nadużyć (np. finansowanie niepotrzebnych przedsięwzięć, wybór wykonawców).

Syntetyczne porównanie najważniejszych cech i funkcji SWF stabilizacyjno-oszczędnościowego i rozwojowego przedstawiono w tabeli 1. Fundusz stabilizacyjno-oszczędnościowy i fundusz rozwojowy nie stanowią substytutów z perspektywy możliwości przeciwdziałania chorobie holenderskiej.

Uogólniając, wybór odpowiednich narzędzi przeciwdziałania chorobie holenderskiej powinien zależeć od sytuacji gospodarczej kraju, a co za tym idzie – priorytetów jego polityki społecznej i gospodarczej, oraz kierunku i siły poszczególnych efektów.

VI. WNIOSKI

Przeprowadzone analizy umożliwiły zaprezentowanie możliwości wykorzystania formuły SWF w przeciwdziałaniu chorobie holenderskiej oraz potwierdzenie przyjętej we wstępie hipotezy badawczej. SWF w formule funduszu stabilizacyjno-oszczędnościowego pozwala na ograniczenie aprecjacji waluty krajowej. Ponadto stanowi czynnik ułatwiający osiągnięcie i utrzymanie dyscypliny budżetowej, a dla społeczeństwa – łatwo akceptowalną świadomościowo formę wspólnego bogactwa. Z kolei formuła funduszu rozwojowego pozwala na zwiększenie dobrobytu obecnego pokolenia i stymulowanie międzynarodowej konkurencyjności krajowej gospodarki, co może przyczynić się do ograniczenia problemu choroby holenderskiej. Jednakże w tym przypadku efekty oddziaływania SWF na gospodarkę będą widoczne dopiero w przyszłości i są trudne do oszacowania.

SWF w żadnej postaci nie stanowi remedium na chorobę holenderską. Aby uniknąć konsekwencji choroby holenderskiej, jak pokazują doświadczenia państw zagrożonych tym problemem, niezbędne są przede wszystkim odpowiedni stopień demokracji i przejrzystości działalności rządzących³⁸ oraz skoordynowane działania o charakterze strukturalnym³⁹. Wśród tych działań utworzenie SWF może być jednak ważnym punktem.

Wszystkie funkcje realizowane przez SWF państwo może osiągnąć, wykorzystując inne narzędzia, bez potrzeby tworzenia odrębnego funduszu. Jednakże formuła funduszu narzuca pewien rygor i jest czytelna dla społeczeństwa. Wydaje się wymuszać na decydentach większy stopień przejrzystości działania, co jest szczególnie pożądane w przypadku realizowania funkcji przypisanych funduszowi rozwojowemu.

mgr Klaudia Kaczmarek
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
klaudia.kaczmarek@ue.poznan.pl

³⁸ P. Stevens, op. cit., s. 22-24.

³⁹ E. Røed Larsen, op. cit., s. 19-23.

HOW TO TACKLE THE PHENOMENON OF THE DUTCH DISEASE USING
A SOVEREIGN WEALTH FUNDS FORMULA

Summary

The Dutch disease may be suffered by any economy that has to cope with a dramatic increase in foreign currency inflow. However, it may particularly happen to countries that are rich in raw materials. The article is an attempt to offer possible ways of tackling this phenomenon, using a properly constructed fund to which revenues from the sale of raw materials would be transferred. Such a fund should be categorised as a sovereign wealth fund (SWF).

The article presents problems that arise from the Dutch disease as well as selected possibilities of economic policy response followed by a comparison of the structure and functions of two types of SWF: combined stabilisation/savings and development.

Copyright of Journal of Law, Economics and Sociology is the property of Faculty of Law and Administration of Adam Mickiewicz University in Poznan and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.

Właścicielem praw autorskich do „Ruchu Prawniczego, Ekonomicznego i Socjologicznego” jest Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Zawartość czasopisma nie może być kopiowana, przesyłana do innych stron internetowych bądź zamieszczana na blogach bez pisemnej zgody wydawcy. Niemniej artykuły można drukować, kopiować lub przysyłać w formie elektronicznej na własny użytek.