

Analiza

01 / 2025

[www.csm.org.pl](http://www.csm.org.pl)

# Państwowe fundusze majątkowe w monarchiach naftowych Zatoki

CENTRUM  
STOSUNKÓW  
MIĘDZYNARODOWYCH



CENTRE  
FOR INTERNATIONAL  
RELATIONS



**Dr hab. Adriana Łukaszewicz**

*Ekspertka Centrum Stosunków Międzynarodowych, członkini Obserwatorium Bliskowschodniego przy CSM, ekonomistka, politolog, związana z Akademią im. Ł. Koźmińskiego w Warszawie. Specjalizuje się w krajach arabskich Zatoki.*

*Wykładała na wielu zagranicznych uniwersytetach, w tym na Uniwersytecie w Cambridge, Uniwersytecie im. Carlosa III w Madrycie oraz Uniwersytecie w Mediolanie. Autorka licznych publikacji, głównie dotyczących gospodarek krajów Bliskiego Wschodu.*

**W pierwszej dekadzie XXI wieku monarchie Zatoki oparły model rozwoju na wykorzystaniu wielkich platform inwestycyjnych, znajdujących się w rękach rządzących. Działania istniejących tam już wcześniej państwowych funduszy majątkowych nabrały dynamiki, pojawiło się też sporo nowych. Wzrost cen surowców energetycznych podkreślił szybkość i zwiększył skalę inwestycji, ale najlepsze czasy wydają się dopiero nadchodzić.**



Państwowe Fundusze Majątkowe (*Sovereign Wealth Funds* – SWF) są tworzone przez państwa, które się rozwijają dzięki dochodom z eksportu dóbr (tzw. *Commodity SWF's*) lub surowców (tzw. *Non-commodity SWF's*). Najstarszym funduszem regionu Zatoki jest *Kuwait Investment Authority*, którego początki sięgają 1953 r. W XX wieku na utworzenie funduszy zdecydowały się także: Arabia Saudyjska (*Public Investment Fund* w 1971 roku) oraz emirat Abu Dhabi (*Abu Dhabi Investment Authority* w 1973 roku). Ich kapitalizacja była jednak początkowo dosyć skromna.

To się zmieniło w pierwszej dekadzie XXI wieku w wyniku globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. i wzrostu cen surowców energetycznych. Przyczyniło się to do tworzenia wielu nowych funduszy w państwach azjatyckich. Powstały wtedy m.in. chińskie fundusze *Commodity*. Skalę zmian może ilustrować poziom kapitalizacji. O ile w 2000 r. całkowita wartość aktywów zarządzanych przez państwowe fundusze majątkowe (PFM) była szacowana na około 1 bln USD, to dekadę później, kapitalizacja wzrosła do 3 bln USD.

Dzisiaj monarchie Zatoki dysponują blisko 20 platformami inwestycyjnymi tego typu. Kuwejt, Oman, Arabia Saudyjska i Katar zdecydowały się na stworzenie tylko jednego państwowego funduszu majątkowego, konsolidując w nim wszystkie wysiłki strategiczne i inwestycyjne. ZEA dysponują najważniejszymi zgromadzonymi kapitałami, ulokowanymi w szeregu funduszy.

## Cele państwowych funduszy majątkowych

Przed funduszami opartymi na surowcach stawiano parę celów. Wśród nich najważniejsze to zarządzanie nadwyżkami budżetowymi, stabilizowanie gospodarki oraz dywersyfikacja źródeł dochodów w obliczu niepewności związanej z cenami surowców. Bardzo ważnym motywem tworzenia takich funduszy było długoterminowe zarządzanie bogactwem narodowym.



Pierwotnie zarządzający inwestowali w nieruchomości międzynarodowe, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, akcje, obligacje, stosując strategię inwestycyjną opartą na stosunkowo niskich kwotach, lokowaniu inwestycji w aktywa relatywnie bezpieczne oraz utrzymaniu pozycji inwestora biernego. Wraz z napływem dochodów z eksportu surowców energetycznych następował wzrost globalnych inwestycji, wartość funduszy zaczęła szybko rosnąć, a one same stały się jednym z kluczowych graczy w gospodarce światowej.

W dzisiejszych monarchiach naftowych Zatoki Perskiej państwowe fundusze majątkowe odgrywają kluczową rolę, jako motor wzrostu gospodarczego i budowy zdywersyfikowanej gospodarki, czy jako narzędzie zabezpieczenia na przyszłość. Nie tylko realizują cele gospodarcze, ale także mają wymiar geopolityczny. Dzięki ogromnym zasobom finansowym, mają bowiem zdolność wywierania wpływu na decyzje polityczne i gospodarcze w innych krajach.

## Dwa podejścia do rozwoju

Państwa tego regionu można podzielić na dwie podgrupy. Pierwsza to Kuwejt, Bahrajn i Oman, które rozwijają się w stabilnym, niezbyt imponującym tempie, krok po kroku osiągając kolejne etapy rozwoju. Do drugiej grupy zaliczyć można Abu Dhabi, Dubaj (które same w sobie nie są krajami, ponieważ wchodzą w skład ZEA, ale mają osobnych władców i dużą autonomię w zakresie wzorca rozwoju gospodarczego), emirat Kataru i obecnie Arabię Saudyjską, które prowadzą agresywną i bardzo ambitną politykę gospodarczą opartą na długoterminowych, efektywnych planach rozwoju, ostro naciskając na innowacje i zmiany.

Kluczowym elementem, który odróżnia podejście drugiej grupy krajów od pierwszej są ambicje władców w połączeniu ze sprawnością i szybkością działania administracji. Warto zwrócić uwagę, że dostęp do kapitału nie jest tu najważniejszy. Na przykład Kuwejt - jeden z najbogatszych krajów Zatoki - rozwija się wolno. Przyczyną



jest prawdopodobnie ustrój - w monarchii konstytucyjnej emir nie ma władzy absolutnej i musi liczyć się z głosami Zgromadzenia Narodowego (madżlisu), który może blokować inicjatywy władzy wykonawczej oraz wnioskować o wotum nieufności dla rządu. Zatem polityka gospodarcza Kuwejtu musi się opierać na konsensusie. Warto wspomnieć, że w maju 2024 nowy emir Miszał al-Ahmad al-Sabah rozwiązał parlament, zawiesił niektóre kluczowe dla demokracji artykuły konstytucji, przejmując kontrolę nad ustawodawstwem w kraju na 4 lata.

### Strategia inwestycyjna Kuwejtu

Polityka inwestycyjna Kuwejtu realizowana jest przez *Kuwait Investment Authority* (KIA) pierwszy fundusz majątkowy na świecie. Ma on różne aktywa globalne: nieruchomości (zwłaszcza w krajach rozwiniętych), obligacje i akcje, koncentrując się na długoterminowych wejściach w stabilne sektory i firmy. W stosunkowo małym stopniu angażuje się w *private equality* i *venture capital*, unika ryzykownych przedsięwzięć. Preferuje wysokorozwinięte rynki USA i Europy, z niewielkim dodatkiem aktywów w Azji. Model inwestycyjny KIA ma charakter zachowawczy i konserwatywny. Fundusz często angażuje się także w projekty rządowe, infrastrukturalne czy energetyczne.

### Strategia inwestycyjna Abu Dhabi

Zupełnie inaczej postępują władze Abu Dhabi. Historycznie, stworzony w 1973 roku *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) był jedynym suwerennym inwestorem, jednak w kolejnych latach emirat uruchamiał specjalistyczne fundusze majątkowe do różnych celów. Z początkiem XXI wieku stworzono *Mubadala Investment Company* do przyciągania know-how z zagranicy, czy *Abu Dhabi Development Holding* (ADQ) do wszechstronnego inwestowania strategicznego.



W porównaniu do kuwejckiego KIA, ADIA jest inwestorem znacznie bardziej agresywnym. W jego portfelu są spółki prywatne i publiczne, inwestycje w sektory technologiczne i innowacyjne (jak AI czy blockchain), infrastrukturę, energię odnawialną czy nieruchomości. Swoje inwestycje ADIA lokuje w 45-60% w Ameryce Północnej, 15-30% w Europie, w 10-20% na rynkach wschodzących oraz w 5-10% w krajach azjatyckich. Fundusz poszukuje okazji do zarobku na rynkach globalnych, ze szczególnym naciskiem na regiony o dużym potencjale wzrostu. Nie stroni od ryzyka i nie jest zachowawczy. Często preferowane inwestycje znajdują się w sektorach wysokich technologii, zielonej energii czy związanych szeroko z transformacją energetyczną, AI, biotechnologicznym.

## Strategia inwestycyjna Kataru

Emirat Kataru wkroczył na rynek państwowych funduszy majątkowych dosyć późno, bo dopiero w 2005 r. tworząc *Qatar Investment Authority* (QIA). Podstawą środków są dochody z eksportu gazu. Dziś QIA jest jednym z najszybciej rosnących funduszy, ze względu na gwałtownie rosnące światowe zapotrzebowanie na gaz, a także na potencjał wydobywczy tego małego emiratu. W ciągu ostatniej dekady QIA potroiło swoje aktywa, osiągając w 2024 r. 524 mld USD wolnych środków.

Strategia Kataru jest podobna do strategii Kuwejtu: emirat używa jednej platformy inwestycyjnej o charakterze uniwersalnym, lokując w niej nadwyżki finansowe. Celem jest uzyskanie dla państwa dochodów nie pochodzących z rynku surowcowego, lecz z inwestycji w inne sektory i firmy. Stabilizuje to dochody budżetowe, gwarantuje zrównoważone wpływy w długim horyzoncie czasowym, przyczynia się do dywersyfikacji krajowej gospodarki oraz pozwala wspierać rozwój krajowych firm, takich jak Qatar Airways, czy Ooredoo.

QIA inwestuje w *private equity*, sektor TMT (technologia-media-telekomunikacja), innowacje w ochronie zdrowia, handel detaliczny i e-commerce, sektor *hospitality*



(hotelarstwo i gastronomia) i finansowy (banki, fintech) oraz w szeroko rozumianą produkcję. Preferuje długoterminowy horyzont inwestycyjny, często wybierając do współpracy nowopowstałe małe firmy, które dobrze rokują na przyszłość.

### Strategia inwestycyjna Arabii Saudyjskiej

Rząd saudyjski konsoliduje wszystkie inwestycje i wysiłki strategiczne pod jednym parasolem. Publiczny Fundusz Inwestycyjny (PIF) powstał jeszcze za panowania króla Faisala. Przez pierwsze dekady charakteryzował się konserwatywnym podejściem do inwestowania, w limitowany sposób zasilano go środkami finansowymi, ograniczając kierunki inwestowania w wybrane firmy krajowe i miał pełnić głównie rolę stabilizacyjną dla budżetu państwa. Zasadnicza zmiana polityki inwestycyjnej nastąpiła z chwilą dojścia do władzy króla Salmana i oddania zarządzania PIF Radzie ds. Gospodarczych i Rozwoju (CEDA) pod przewodnictwem następcy trony Mohammada bin Salmana. PIF został wyznaczony jako podstawowe narzędzie realizacji strategii „Wizja 2030”.

W ciągu ostatnich ośmiu lat PIF stał się jednym z najbardziej aktywnych państwowych funduszy majątkowych na świecie, stając się kluczowym aktorem gospodarki saudyjskiej i umożliwiając jej głęboką transformację. Co interesujące, gubernatorem PIF został Yasir al-Rumayyan, będący zarazem prezesem Saudi Aramco. Łączy on w ten sposób dwa kluczowe podmioty w gospodarce tego kraju - sektor energii z długoterminowymi inwestycjami funduszu.

PIF napędza gospodarkę narodową, poszerza aktywa własne, odblokowuje nowe sektory, buduje partnerstwa gospodarcze, inwestuje w sektory nowoczesnej technologii i wiedzy. Struktura inwestycyjna odzwierciedla ambicje rządzących: 76% inwestycji trafia do firm lokalnych, 20% na rynki międzynarodowe, 3% jest lokowane w bony skarbowe (*treasury*). PFM nie tylko wchodzi do gospodarki jako inwestor, zasilając finansowo istniejące już firmy, lecz także tworzy wiele firm od podstaw (23 tylko w 2023 r.). Wedle założeń, do 2030 r. fundusz ma



się jednocześnie przyczynić do powstania ok. 1,8 mln nowych miejsc pracy. PFM opiera się w ogromnym stopniu na ekspertach własnych: 85% funduszy zarządzanych jest wewnątrz, a zaledwie 15% zewnątrz. Według założeń w 2030 ma mieć 1700/2000 mld USD w aktywach.

W 2023 r. fundusz zainwestował 31,6 mld USD w 49 różnych transakcji o wartości o 33% wyższej niż inwestycje w roku poprzednim. Spektrum jest bardzo szerokie i odzwierciedla ambicje władz do zbudowania wiodącej gospodarki regionu. Fundusz lokuje w następujące sektory: lotnictwo, obrona, motoryzacja, budownictwo, infrastruktura, dobra konsumpcyjne i handel detaliczny, środowisko, wypoczynek i sport, usługi finansowe, żywność i rolnictwo, zdrowie, sektor wydobywczy i metalurgia, nieruchomości, usługi telekomunikacyjne, media i technologia, transport i logistyka, sektor energii odnawialnej.

Centralnym punktem programu rozwoju prowadzonego przez PIF są wielomiliardowe wielkie projekty, które wszystkie zawierają element turystyki: NEOM, w tym Line, Oxagon, Sindalahi Trojena; Red Sea Global; Qiddiya; Roshn; i Diriyah.

## Perspektywy

Poniższa tabela zwraca uwagę na wzrost kapitalizacji największych państwowych funduszy majątkowych krajów Zatoki na przestrzeni lat 2013/2024.

W wartościach ogółem nastąpiło więcej niż podwojenie wielkości dostępnych środków (do blisko 5 bn USD!), jednak niektóre z nich miały przyrosty wyrażane w setkach procent. W przypadku PIF brak jest niestety danych dla 2013 r., co odzwierciedla pasywne traktowanie tego PFM przez poprzednich rządzących.



Miejsce w rankingu 2013/ 2024 łącznie 19 SWFs w Zatoce	Państwo władcze	Nazwa SWF	Kapitalizacja na 2013/ 2024 w mld \$	Rok powstania
2/4	ZEA / Abu Dhabi	ADIA	773/993	1976
6/5	Kuwejt	KIA	410/960	1953
-/6	KSA	PIF	-/925	1971
10/8	Katar	QIA	170/526	2005
3/-	KSA	SAMA Foreign Holding	675/418	b.d.
18/11	ZEA/Dubaj	Investment Corp. Of Dubai	70/341	2006
23/12	ZEA/Abu Dhabi	Mubadala Development Comp.	55/302	2002
-/15	ZEA/Abu Dhabi	Abu Dhabi Development Holding Comp. ADQ	-/196	2018
39/21	ZEA/Federalny	Emirates Investment Authority	10/87	2007
-/23	ZEA/Dubaj	Dubai Investment Fund	-/80	2001
46/30	Oman	OIA	6/42	2006
<b>Kapitalizacja ogółem</b>			<b>2254/ 4890</b>	
<b>Fundusze ZEA</b>			<b>973/ 1999</b>	

Kapitalizację tych funduszy warto przyrównać do krajowych PKB poszczególnych państw. I tak, PFM Abu Dhabi w 2024 r. stanowiły równowartość 5,6-krotności jego PKB, kuwejcki fundusz KIA 5,3-krotność PKB Kuwejtu, fundusze Dubaju to 3,5-krotność PKB tego emiratu, katarski QIA to 2,2-krotność PKB Kataru, a saudyjski PIF to 1,4-krotność PKB Arabii Saudyjskiej.

Kolejne lata przedstawiają się obiecująco dla państwowych funduszy majątkowych. Prognozy kapitalizacji do 2030 r. dopuszczają osiągnięcie przez państwa Zatoki następujących wielkości: saudyjski PIF 2 bln USD; emiracki ADIA 1480 mld USD; kuwejcki KIA 1170 mld USD; katarski QIA 836 mld USD. Zatem, według szacunków grupa 19 państwowych funduszy majątkowych działających w monarchiach Zatoki mogłaby osiągnąć aktywa o wartości 7,6 bln USD. Jeśli zaś



dodalibyśmy fundusze emerytalne i banki centralne w całym regionie MENA, liczba ta mogłaby wzrosnąć do 11,2 bln USD. Oczywiście wartość ta zostanie osiągnięta w sytuacji utrzymania wysokich cen ropy naftowej.

Wzrost aktywów znalazł swoje odzwierciedlenie w skali inwestycji, dokonywanych przez bliskowschodnie PFM. Cztery fundusze krajów Zatoki znalazły się w pierwszej dziesiątce najbardziej aktywnych inwestycyjnie państwowych funduszy majątkowych na świecie: trzy z Abu Zabi (ADIA, Mubadala, ADQ), saudyjski PIF i katarski QIA. Tych pięć funduszy, nazywanych „Oil Five”, to liderzy wśród PFM regionu. Co ciekawe, nie zalicza się do nich kuwejckiego KIA, co może dobrze odzwierciedlać konserwatywny i zachowawczy model inwestycyjny tego funduszu.

W zeszłej dekadzie fundusze z Zatoki inwestowały szerokim strumieniem w nieruchomości, dokonując zakupów tzw. aktywów trofeowych, takich jak luksusowe hotele i wieżowce. Obecnie jednak zarządzający nimi zdecydowali o znaczącej przebudowie funduszy, a ich inwestycje zostały ukierunkowane na rozwój gospodarki cyfrowej i zakłócenia technologiczne.

Kolejną zmianą, którą należy odnotować jest dywersyfikacja źródeł dochodów przez PFM i posiłkowanie się kapitałami pozyskiwanymi z giełd i rynków papierów wartościowych: w ciągu ostatnich 6 lat fundusze monarchii naftowych uzyskały 76 mld USD z giełd krajowych. Co ciekawe, saudyjska Tadawul jest obecnie 12. największą giełdą papierów wartościowych pod względem kapitalizacji rynkowej na świecie. 70% z 138 spółek z monarchii naftowych które weszły na giełdę w latach 2018–2023, wybrało Tadawul.

Inną tendencją, świadczącą o coraz większej dojrzałości rynku jest współpraca wzajemna funduszy, pochodzących z sąsiedzkich państw. Dla przykładu, ADIA i KIA były głównymi inwestorami w IPO Aramco; PIF i QIA kupiły akcje w niedawnej ofercie publicznej OQ Gas.



Widocznym trendem jest także zamienianie „czarnych” aktywów funduszy poprzez inwestowanie w „zielone” aktywa. Połowa z 26,1 mld USD wydatkowanych przez wszystkie światowe fundusze majątkowe na zielone inwestycje pochodzi właśnie z krajów Zatoki.

## Wnioski

Państwowe fundusze majątkowe Zatoki mają ogromne znaczenie w gospodarce światowej, zarówno z punktu widzenia stabilności finansowej, jak i wpływów geopolitycznych oraz globalnych trendów inwestycyjnych. Dzięki wielkim rozmiarom i długoterminowej perspektywie inwestycyjnej, stały się ważnymi graczami na międzynarodowych rynkach finansowych, wpływając na różnorodne sektory gospodarki, w tym rynki akcji, obligacji, nieruchomości, surowców.

Fundusze odgrywają kluczową rolę w utrzymaniu płynności globalnych rynków finansowych. Przez fakt stosowania długofalowej strategii inwestycyjnej przyczyniają się do ograniczenia zmienności, stabilizując rynki. Inwestują w kluczowe sektory z punktu widzenia rozwoju technologicznego, wpływając w ten sposób na rozwój innowacji i globalną konkurencyjność. Inwestują w szerokie branże, od szeroko pojmowanej infrastruktury (transport, energetyka, mieszkalnictwo), po zdrowie i cyber bezpieczeństwo.

Państwowe fundusze majątkowe stanowią fundament stabilności gospodarczej regionu Zatoki, a ich rola wykracza poza cele czysto finansowe. Dzięki nim państwa są w stanie skutecznie dywersyfikować swoje źródła dochodów, inwestować w przyszłość, wspierać rozwój gospodarki i infrastruktury, a także uzyskiwać wpływy na globalnym rynku.

Z roku na rok znaczenie państwowych funduszy majątkowych w gospodarce światowej rośnie. Pełnią one rolę stabilizacyjną na rynkach finansowych, są źródłem



długoterminowego kapitału, umożliwiając dywersyfikację ryzyka, wspierają zrównoważony rozwój oraz są narzędziem geopolitycznym i dyplomatycznym. Dzięki swojej roli na międzynarodowych rynkach inwestycyjnych, wywierają kluczowy wpływ na kształtowanie globalnych trendów gospodarczych, technologicznych i społecznych.

**Dr hab. Adriana Łukaszewicz**



# CENTRUM STOSUNKÓW MIĘDZYNARODOWYCH

---

CSM jest niezależnym, pozarządowym ośrodkiem analitycznym zajmującym się polską polityką zagraniczną i najważniejszymi i problemami polityki międzynarodowej.

Fundacja została zarejestrowana w 1996 r. CSM prowadzi działalność badawczą i edukacyjną, wydaje publikacje, organizuje konferencje i spotkania, uczestniczy w międzynarodowych projektach we współpracy z podobnymi instytucjami w wielu krajach. Tworzy forum debaty i wymiany idei w sprawach polityki zagranicznej, relacji między państwami oraz wyzwań globalnego świata.

Działalność CSM jest adresowana przede wszystkim do samorządowców i przedsiębiorców, a także administracji centralnej, polityków, dyplomatów, politologów i mediów.

Od 2009 r. CSM jest uznawany za jeden z najlepszych think tanków Europy Środkowo-Wschodniej w badaniu „The Leading Public Policy Research Organizations In The World” przeprowadzonym przez Uniwersytet Pensylwanii.

---

Centrum Stosunków Międzynarodowych | ul. Ogrody 24, 03-994 Warszawa | +48 608 593 632



[www.twitter.com/CIR\\_CSM](https://www.twitter.com/CIR_CSM)



[www.facebook.com/CIR.CSM](https://www.facebook.com/CIR.CSM)



CENTRUM  
STOSUNKÓW  
MIĘDZYNARODOWYCH