

El papel de los fondos de riqueza soberana en los mercados financieros

Antonio Partal Ureña

Pilar Gómez Fernández-Aguado*

1. Introducción

Los fondos de riqueza soberana (*Sovereign Wealth Funds* - SWF) han crecido de manera espectacular en los últimos años coincidiendo con el incremento de los precios de las materias primas, sobre todo petróleo, y la crisis financiera iniciada en agosto de 2007; sin embargo, no son un fenómeno nuevo. La recientemente aparición en escena ha sido objeto de un enorme interés por parte de la prensa, políticos e instituciones, con una percepción en la mayoría de los casos negativa hacia estos vehículos de inversión internacionales. Lo cierto, es que la mayor parte del debate sobre los fondos soberanos se centra en cuestiones que poco tienen que ver con aspectos económicos y financieros, en el sentido de que aprovechan los fallos en las economías de mercado y utilizan sus derechos de propiedad para conseguir fines políticos, percepción que está provocando el riesgo de aparición de una nueva forma de proteccionismo financiero como reacción a la importancia que están adquiriendo.

Si bien, no existe una definición comúnmente aceptada de los fondos de riqueza soberana (FRS), en sentido amplio son considerados como organismos de inversión pública que gestionan una parte de los activos de los estados nacionales en el extranjero, con una tolerancia al riesgo más alta que las reservas de los bancos centrales, invertidas tradicionalmente en instrumentos líquidos y seguros. Los fondos soberanos comparten en su mayoría un origen común, estabilizar los ingresos en aquéllos países cuya fuente de entradas dependía del precio de una mercancía subyacente con la intención de acumular ahorros para las generaciones futuras. En consecuencia, la mayoría de estos fondos se establecen en países ricos en re-

ursos naturales relacionados sobre todo con el petróleo, aunque pueden proceder de otros como diamantes, cobre y otras materias primas. Una segunda categoría de FRS está relacionado con la acumulación de divisas como consecuencia de las importantes exportaciones netas acumuladas por otro grupo de países, en especial China.

Es un tema de renovado interés a partir de la crisis financiera, poco estudiado y analizado académicamente, y con escaso apoyo empírico. El término descriptivo “fondos de riqueza soberana” fue acuñado recientemente (Razanov, 2005). Antes, estos fondos eran a menudo conocidos como “fondos de estabilización”¹.

Los desafíos que realmente plantean los fondos soberanos son profundos y se necesita una regulación que permita conjugar dos competencias Cohen (2009): “La primera es económica: el deseo de promover la prosperidad material, garantizando las oportunidades para la inversión productiva internacional. La otra es política: el derecho y la responsabilidad de cada gobierno para defender la seguridad nacional”.

Este artículo se centra, de forma general, en algunos aspectos por los que los FRS han comenzado a tener en la actualidad gran relevancia en los mercados financieros por su relación con los desequilibrios en la economía mundial y los efectos e implicaciones de sus políticas de crecimiento.

¹ Mecanismos compensatorios que permiten ahorrar los ingresos transitorios y abundantes durante los períodos de auge (o de precios elevados de las materias primas) con la intención de utilizarlos para financiar los gastos en tiempos de crisis. Se trata normalmente de fondos de reserva asociados al precio de materias primas destinadas a la exportación que pretenden implementar políticas públicas contra-cíclicas.

* Universidad de Jaén.

2. Los fondos soberanos

Si bien estos vehículos de inversión han sido utilizados por muchos países durante décadas, estrechamente relacionados con los desequilibrios mundiales en el comercio, los fondos soberanos se han convertido recientemente en importantes actores en los mercados financieros mundiales. De hecho, la historia de los fondos soberanos se remonta al menos a 1953, cuando la *Kuwait Investment Authority* (antes conocida como la Junta de Inversiones de Kuwait) acuerda su creación con el objetivo de invertir el excedente de los ingresos del petróleo para reducir la dependencia del país de este recurso limitado. Desde el comienzo del nuevo siglo, al menos diez nuevos fondos soberanos han sido creados y existen informes que aseguran la creación de otros en países como Brasil, Japón y la India.

En los últimos diez años se ha producido un notable cambio en las economías de muchos países emergentes, sobre todo a raíz de la crisis asiática² que transforma el escenario financiero, países con tradición en déficit por cuenta corriente pasan de ser deudores a acreedores. La contrapartida es que un importante grupo de países desarrollados, con EE.UU. a la cabeza, han ido generando progresivamente déficits más grandes, aprovechados por las economías emergentes que, desde entonces, han funcionado con excedentes cada vez mayores de cuenta corriente.

² Fechada a partir del 2 de julio de 1997, cuando se conoció la noticia en los mercados financieros internacionales de la devaluación de la moneda tailandesa, seguida de fuertes devaluaciones en Malasia, Indonesia, Filipinas, Taiwan, Hong Kong, Singapur y Corea del Sur. De hecho, se considera la primera gran crisis de los mercados globalizados.

Además, en los próximos años es probable que los superávit por cuenta corriente de estos países se mantengan altos y, por tanto, la acumulación de activos por parte de los países exportadores de petróleo y países asiáticos continúe. Según previsiones del Fondo Monetario Internacional, el excedente por cuenta corriente de China y países exportadores de petróleo será de aproximadamente 800.000 millones de dólares en los próximos dos años. Y el FMI estima que los activos de los fondos de riqueza soberana podrán crecer de 6 a 10 billones de dólares en los próximos cuatro años.

Existen tres elementos que pueden ser identificados como comunes a estos fondos (Beck y Fidora, 2008): 1) Los fondos soberanos son de propiedad estatal, 2) Los fondos soberanos no tienen obligaciones explícitas, o son muy limitadas, y 3) Los fondos soberanos se gestionan por separado de las reservas oficiales de divisas.

Es posible señalar cuatro acontecimientos recientes como muestra de la importancia y preocupación que en la actualidad se está dando a los FRS (Fernández, 2008):

1. El crecimiento espectacular de las reservas de divisas, principalmente entre los países exportadores de petróleo y de algunos de los países con superávit de cuenta corriente en Asia.
2. La creación de nuevos fondos soberanos, como China Investment Corporation (CIC) o el Fondo de Estabilización de Rusia.
3. Algunos intentos de alto nivel por parte de entidades dependientes de gobiernos extranjeros de compra de

Cuadro 1

CRITERIOS PARA CLASIFICAR LOS FONDOS SOBERANOS Y COMPARACIÓN CON LAS EMPRESAS PÚBLICAS Y LOS FONDOS DE PENSIONES

	Fondos de riqueza soberana	Empresas de propiedad estatal	Fondos públicos de pensiones
Propiedad de los activos	Gobierno	Principalmente el gobierno	Participes
Objetivo principal	Diferentes	Diferentes	Obligaciones definidas por el fondo
Fuente de financiación	Commodity/no commodity	Gobierno/beneficios de las empresas	Aportaciones
Control gubernamental	Total	Significativa	Insignificante
Divulgación	Diferente	Diferente	Transparente
Crecimiento de las inversiones	Elevada	Constante	Constante

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2009).

participaciones en empresas grandes en los EE.UU. y Europa, que se consideran como de importancia estratégica o incluso afectan a la seguridad nacional.

- Las recientes inversiones multimillonarias en dólares de los fondos soberanos líderes para ayudar a recapitalizar algunas de las principales instituciones financieras del mundo.

Como se señaló anteriormente, Razanov (2005) ofrece la primera definición del término *Sovereign Wealth Fund*, afirmando que los fondos soberanos no son ni los tradicionales fondos públicos de pensiones, ni los activos de apoyo a las

reservas nacionales, sino una entidad totalmente diferente (véase cuadro 1), justificando el renovado interés por el aumento en el número de fondos en todo el mundo, la rápida acumulación de activos y el tamaño de estos fondos.

3. Impacto de los fondos de riqueza soberanos en los mercados financieros

Las inversiones de los fondos soberanos son un tipo de flujo de capitales entre los países, de modo que siempre

Cuadro 2

LOS DIEZ MAYORES FONDOS POR VOLUMEN DE ACTIVOS

País	Nombre del Fondo	Activos (US \$ en miles de millones)	Año de creación	Origen de los fondos	Ratio reservas/deuda a corto plazo ⁽¹⁾	Índice de transparencia ⁽²⁾ (Linaburg-Maduell)
Abu Dhabi (Emiratos Árabes Unidos)	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Recursos naturales	13,9	3
Noruega	Government Pension Fund-Global	445	1990	Recursos naturales	8,8	10
Arabia Saudí	SAMA Foreign Holdings	431	1952	Recursos naturales	1,1	2
China	SAFE Investment Company	347.1*	2007	Reservas de divisas	0,2	2
China	China Investment Corporation	288.8	2007	Reservas de divisas	0,1	6
Singapur	Government of Singapore Investment Authority	247.5	1981	Reservas de divisas, superávit fiscales, y contribución empleados	1,4	6
Kuwait	Kuwait Investment Authority	202.8	1953	Recursos naturales	10,6	6
Rusia	National Welfare Fund	178.5**	2008	Recursos naturales	0,4	5
China–Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	139.7	1993	Reservas de divisas, superávit fiscal	1,0	8
Singapur		122	1974	Empresas públicas	0,7	10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos del *Sovereign Wealth Fund Institute* (2009).

*Este número es la mejor estimación.

**Incluye el fondo de estabilización de petróleo de Rusia

(1) El valor recomendado de la ratio es de 1.

(2) Es un método para calificar la transparencia de los fondos soberanos que se basa en diez principios esenciales. Fue desarrollado por Carl Linaburg y Michael Maduell del *Sovereign Wealth Fund Institute*.

han estado estrechamente relacionados con los desequilibrios mundiales en el comercio. La escalada reciente de participaciones en los mercados financieros refleja la existencia de una amenaza constante para la estabilidad del sistema financiero mundial y la economía mundial por los importantes y persistentes desequilibrios globales (Gieve, 2008).

Las opiniones en contra y a favor de los fondos soberanos son bien distintas, y en uno y otro caso con argumentos no siempre soportados en análisis teóricos formales o evidencia empírica. Desde el punto de vista de los países de acogida, los FRS ofrecen la ventaja de importantes entradas de capital que pueden ser útiles para complementar el ahorro interno, financiar los déficit externos o ayudar a estabilizar los mercados de capitales en momentos de tensión (*stress*) (Cohen, 2009). De hecho una serie de fondos soberanos han jugado un papel estabilizador importante y positivo durante la agitación actual, proporcionando importantes inyecciones de capital hacia algunos de los mayores bancos comerciales y de inversión.

La relevancia reciente en las discusiones de política económica y la escasez de datos fiables sobre los activos de los FRS, han motivado la existencia de pocos estudios sobre su papel en los desequilibrios globales. En el análisis realizado por Alberola y Serena (2009), en el que estudian el papel desempeñado por los activos soberanos externos (reservas y fondos de riqueza soberana), se llega a la conclusión de que en términos cualitativos el papel de los fondos de riqueza soberana en la persistencia de los desequilibrios globales no es muy diferente del de las reservas. En términos cuantitativos, las reservas han sido más importantes, aunque el alza de los precios de las materias primas ha elevado el peso relativo de riqueza soberana en los últimos tiempos.

Pero, claramente, también hay riesgos, su impacto en ocasiones puede llegar a tener efectos procíclicos, en lugar de estabilizar, provocando un reforzamiento de las fluctuaciones del mercado en vez de amortiguarlas. Otro riesgo se deriva de la magnitud de estos fondos, unos pocos tienen una posición dominante con peso suficiente para mover los mercados por sí solos, a pesar de que algunos insisten en que las cifras aún representan sólo una pequeña fracción del total de activos financieros en todo el mundo (véase cuadro 2), pero esta comparación no excluye la posibilidad de generar graves distorsiones por las grandes inversiones en sectores más pequeños o menos líquidos. Sin olvidar que, como consecuencia de la confidencialidad que a menudo envuelve las operaciones materializadas por estos fondos, se puede crear incertidumbre y volatilidad en los mercados, como muchos observadores han sugerido.

4. Respuestas de los países de acogida a los FRS

La creciente importancia que están adquiriendo estos vehículos de inversión ha provocado que los países de acogida comiencen a buscar soluciones ante la potencial amenaza que puede suponer para sus economías. Las respuestas hasta el momento han sido modestas, pero las reacciones ya han comenzado. Los países receptores están abordando una reglamentación que pretende compatibilizar las preocupaciones de seguridad nacional sin provocar una ola de proteccionismo financiero.

La OCDE está ofreciendo orientación sobre las políticas de los países receptores con respecto a las inversiones que realizan estos fondos, y así minimizar los potenciales riesgos sin imponer restricciones innecesarias a los movimientos de capitales. En este sentido, acogió con beneplácito el "informe del Comité de Inversiones de la OCDE sobre los fondos soberanos y políticas de los países destinatarios". Basándose en este informe, los ministros de los países miembros aprobaron unos principios que reflejan el compromiso de promover un entorno abierto a la inversión mundial (OECD, 2008):

- Los países receptores no deben levantar barreras proteccionistas a la inversión extranjera.
- Los países receptores no deben discriminar entre inversionistas en iguales circunstancias. Toda restricción a la inversión adicional en los países receptores debe considerarse sólo cuando las políticas de aplicación general a los inversores extranjeros y nacionales sean insuficientes para responder a las legítimas preocupaciones de seguridad nacional.
- Cuando estos problemas de seguridad nacional se plantean, las garantías de inversión de los países receptores deben ser: transparente y previsible, proporcionales y claramente identificados los riesgos de seguridad nacional y, sujetos a la rendición de cuentas en su aplicación.

Otra iniciativa emprendida en el ámbito de los mercados financieros fue el desarrollo de los Principios de Santiago por parte del Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberanos. Acordados por fondos de riqueza soberanos de economías industrializadas, emergentes y en desarrollo, dichos principios representan un esfuerzo mancomunado para entender mejor las operaciones que realizan estos fondos. El objetivo de estos principios de carácter voluntario, es potenciar el papel estabilizador que desempeñan estos fondos en los merca-

dos financieros y ayudar a mantener el libre flujo de inversiones transfronteriza.

El Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI)³ se establece el 1 de mayo de 2008 con el propósito de formular un conjunto de principios de aplicación voluntaria para facilitar una comprensión clara del marco institucional, la estructura de gobierno y las operaciones de inversión de los fondos soberanos y ayudar a mantener un clima de inversión internacional abierto y estable. El 11 de octubre de 2008⁴ el GITFSI presenta los "Principios de Santiago"⁵ al Comité Monetario y Financiero Internacional⁶. Estos principios abarcan tres ámbitos claves: i) marco legal, objetivos y coordinación con las políticas macroeconómicas; ii) marco institucional y estructura de gobierno, y iii) marco de gestión del riesgo y la inversión. Los objetivos rectores de estos principios son: 1) Establecer una estructura de gobierno sólida y transparente que cuente con mecanismos adecuados de control operativo, gestión de riesgo y rendición de cuentas. 2) Cumplir con todos los requisitos normativos y de declaración de información en los países en los que invierten los FSI. 3) Asegurar que los FSI inviertan en función de criterios relacionados con la rentabilidad y el riesgo económico y financiero, y 4) Contribuir a mantener un sistema financiero mundial estable y la libre circulación del capital y las inversiones.

Para facilitar y dar seguimiento a la labor realizada en el contexto de los Principios de Santiago, el Grupo Internacional de Trabajo llegó a un consenso conocido como "Declaración de Kuwait" el 6 de abril de 2009 para establecer el Foro Internacional de los Fondos Soberanos de Inversión⁷. El Foro integrado por un grupo de voluntarios de los fondos soberanos, tiene la finalidad de reunirse, intercambiar opiniones sobre cuestiones de interés común

y facilitar la comprensión de los Principios de Santiago y las actividades de FSI. El Foro, no será una autoridad supranacional formal y su trabajo no tendrá ninguna fuerza jurídica.

5. Conclusiones

Ciertamente la aparición de los fondos soberanos no es nueva, el punto de inflexión se alcanza cuando dos países con innegables ambiciones geopolíticas entran en escena, China y Rusia, junto al cambio en las estrategias de inversión conservadoras desde instrumentos de deuda a la asunción de un mayor riesgo que amplíe sus retornos. Este cambio de estrategia ha avivado los temores en los Estados Unidos y Europa de que estos fondos utilicen su influencia económica para perseguir objetivos políticos, circunstancia que ha llevado a algunos a pedir una mayor regulación de los fondos soberanos.

En este contexto, la irrupción sin precedentes de inversiones procedentes de *Sovereign Wealth Funds* en los mercados occidentales constituyó un elemento de considerable importancia. Tras años limitando su estrategia de inversión a los activos de renta fija, estos vehículos de inversión acudieron al rescate de algunas entidades, sofocando temporalmente sus urgencias de capital. De esta forma, por encima de partidarios y detractores, la aparición de estos fondos fue fundamental para estabilizar en un primer momento los mercados financieros mundiales.

Los elevados superávit de cuenta corriente, junto a las fuertes entradas de flujos financieros netos, permite a estos países la creación de enormes cantidades de reservas internacionales que son canalizadas a través de los FSI.

El crecimiento de los fondos soberanos es también el resultado de los permanentes desequilibrios globales en el comercio que han facilitado la creación de vulnerabilidades en los mercados financieros y en la economía general. La actual crisis financiera es una muestra de las repercusiones que la corrección de los desequilibrios puede tener.

Es necesario una mayor transparencia, no solo en la información e intenciones de estos fondos, sino también por parte de todos los actores que intervengan en los mercados financieros, más aún por el aumento de la desconfianza a raíz de la crisis *subprime* entre los inversores, lo que ha impactado aún con más fuerza en los fondos soberanos por la opacidad existente en la mayoría de ellos, dando la impresión de que han aprovechado las

³ Los países miembros del grupo son Australia, Azerbaiyán, Bahrein, Botswana, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, Irán, Irlanda, Kuwait, Libia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Qatar, Rusia, Singapur, Timor-Leste, Trinidad y Tobago y Vietnam. Arabia Saudita, la OCDE y el Banco Mundial participarán como observadores permanentes.

⁴ El GITFSI se reunió en tres ocasiones, en Washington, Singapur y Santiago de Chile.

⁵ El documento consta de 24 principios de aplicación voluntaria, con el objeto de crear un marco exhaustivo para promover una comprensión más clara de las operaciones que realizan los Fondos Soberanos de Inversión.

⁶ El CMFI es el órgano rector de la política del Fondo Monetario Internacional.

⁷ Celebró su reunión inaugural en Bakú, Azerbaiyán, 8-9 de octubre de 2009. La reunión fue organizada por el Fondo Estatal de Petróleo de la República de Azerbaiyán (SOFAZ) y el Gobierno de la República de Azerbaiyán. Altos funcionarios de 20 fondos soberanos asistieron a la reunión de Bakú.

debilidades de las economías de los países desarrollados que más han sufrido los efectos de la crisis financiera global.

Bibliografía

- ALBEROLA, E. y SERENA, J. M. (2009). "Reservas Internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales". Banco de España, *Boletín Económico*, enero, 118-130.
- BECK, R. y FIDORA M. (2008). "The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets". *European Central Bank*.
- COHEN, B. J. (2009). "Sovereign wealth funds and national security: the great tradeoff". *International Affairs*, Vol. 85 Issue 4 , 713-731.
- FERNANDEZ, D. G. (2008). "Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer". *JPMorgan Research*.
- GIEVE, J. (2008). "Sovereign Wealth Funds and global imbalances." *Sovereign wealth management conference*. London .
- IFM-International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008): "Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices Santiago Principles". Working Paper, october.
- IRANZO, S. (2008). "Introducción al riesgo-país". *Banco de España, Documentos Ocasionales n° 0802*.
- RAZANOV, A. (2005). "Who Holds the Wealth Nations?". *Central Banking Journal*, vol.XV, n° 4 , 52-57.