



FINANCIANDO EL DESARROLLO • AMÉRICA LATINA

CAF  
DOCUMENTOS ESPECIALES DE COYUNTURA ECONÓMICA

CAF  
SPECIAL REPORTS ON CURRENT ECONOMIC AFFAIRS

## LOS FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA: TENDENCIAS GLOBALES Y CASOS DE ESTUDIO

N° 2008/01

Junio, 2008

Vicepresidencia de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas, CAF

CAF - Ave. Luis Roche, Torre CAF, Altamira. Caracas, Venezuela 01060

© CAF, 2008 por la Vicepresidencia de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas de CAF. Todos los derechos reservados. Pequeñas secciones del texto, menores a dos párrafos, pueden ser citadas sin autorización explícita siempre que se cite el presente documento.

Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresados en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es), y de ninguna manera pueden ser atribuidos a CAF, a los miembros de su Directorio Ejecutivo o a los países que ellos representan.

CAF no garantiza la exactitud de los datos incluidos en esta publicación y no se hace responsable en ningún aspecto de las consecuencias que resulten de su utilización.

## LOS FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA: TENDENCIAS GLOBALES Y CASOS DE ESTUDIO

Vicepresidencia de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas, CAF.  
CAF Documento especial de coyuntura económica N° 2011/02  
Junio, 2008

### RESUMEN

Este documento compila ponencias y documentos asociados con el Taller sobre Fondos Soberanos de Riqueza de CAF, llevado a cabo en Londres en febrero de 2008, y dirigido a las autoridades económicas de los países de América Latina. Contó con la contribución de académicos, representantes de Fondos Soberanos y participantes de los mercados de capitales.

Palabras clave: Economías emergentes, manejo de reservas internacionales, ahorro público, Fondos Soberanos de Riqueza.

## SOVEREIGN WEALTH FUNDS: GLOBAL TRENDS AND CASE STUDIES

Vice Presidency of Development Strategies and Public Policy, CAF  
CAF Special report on current economic affairs N° 2008/01  
Junio, 2008

### ABSTRACT

This report contains the proceedings of CAF's Workshop on Sovereign Wealth Funds (SWF), which took place in London in February 2008. It was oriented to Latin American policy makers and had contributions from academics, SWFs managers, and market participants.

Keywords: Emerging economies, FX reserve management, public savings, Sovereign wealth funds.

## Contenido

Lista de participantes .....	4
Prólogo .....	5
La consolidación de los Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas y aspectos de política al interior de los países y más allá de las fronteras .....	7
<i>Adriana Arreaza, Luis Miguel Castilla y Cristina Fernández</i>	
Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas para los países en desarrollo.....	31
<i>Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo</i>	
Comentarios sobre el trabajo “Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas para los países en desarrollo” de Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo...	66
<i>Miguel Urrutia</i>	
El manejo del Fondo de Pensiones de Noruega.....	69
<i>Basado en Martin Skancke</i>	
Comentarios sobre la ponencia “El manejo del Fondo de Pensiones de Noruega” por Martin Skancke .....	82
<i>Ana María Jul</i>	
Los Fondos Soberanos de Riqueza de Singapur .....	88
<i>Anthony Elson</i>	
Fondo Soberano de Riqueza de China.....	112
<i>Manuel F. Montes</i>	

## Lista de participantes

### Autoridades Monetarias y Fiscales

Luís Arce	Ministro de Finanzas de Bolivia
Oswaldo Nina	Vice Presidente del Directorio del Banco Central de Bolivia
Juan Pablo Zárate	Vice Ministro de Finanzas de Colombia
José Darío Uribe	Gerente del Banco Central de Colombia
Robert Andrade	Miembro del Directorio del Banco Central del Ecuador
Marco López	Miembro del Directorio del Banco Central del Ecuador
Luís Carranza	Ministro de Finanzas del Perú
Julio Velarde	Presidente del Banco Central del Perú
Gastón Rossi	Secretario de Política Económica de Argentina
Arnaldo Bocco	Miembro del Directorio del Banco Central de Argentina
Guillermo Zúñiga	Ministro de Finanzas de Costa Rica
Mário Gomez Toros	Miembro del Directorio del Banco Central de Brasil
Umberto Della Mea	Jefe de la Oficina de Administración de la Deuda Pública del Ministerio de Economía y Finanzas del Uruguay

### Oradores

José Antonio Ocampo	Ex Sub Secretario General para Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas y Profesor de la Universidad de Columbia
Stephany Griffith –Jones	Director Ejecutivo, IPD, Universidad de Columbia
Martin Skancke	Director General, Ministerio de Finanzas, Noruega
Anthony Elson	Consultor Económico Senior del Banco Mundial, el FMI y Centennial Group
Manuel Montes	Jefe de la Unidad de Análisis de Políticas y Desarrollo de la Oficina de Financiamiento del Desarrollo, DAES, ONU
Ramgopal Agarwala	Consultor Senior en Sistemas de Investigación e Información para Países en Desarrollo, India

### Ponentes

Harinder Kohli	Presidente y Director Ejecutivo de Centennial Group
Miguel Urrutia	Ex Gerente del Banco Central de Colombia
Alex Patelis	Jefe de Economía Internacional de Merrill Lynch
Ana María Jul	Vice Presidente, Comité Asesor del Ministerio de Finanzas, Chile
Natasha Ansell	Directora en Citigroup
Dubravko Mihaljek	Economista Senior, Banco de Pagos Internacionales
Geoffrey Bell	Secretario Ejecutivo, The Group of Thirty
Marc Uzan	Director Ejecutivo, Reinventing Bretton Woods Committee
Ronny Bechmann	Economista, Cooperación Técnica Alemana (GTZ)
Stephen L. Jen	Director and Economista Jefe de Monedas en Morgan Stanley
Stefan Jansen	Economista Senior, Cooperación Técnica Alemana (GTZ)
Ana María Carrasquilla	Presidente Ejecutivo (E) FLAR Credit Suisse
Mahmoud Mohieldin	Ministro de Inversión de Egipto
Paul Tregidgo	Director en Credit Suisse y Vice Presidente del Global Markets Solutions Group

### CAF

Enrique García	Presidente Ejecutivo
Miguel Castilla	Economista Jefe
Hugo Sarmiento	Vice Presidente de Finanzas
Félix Bergel	Director de Instituciones Financieras y Mercado de Capitales
Adriana Arreaza	Economista Senior (Venezuela)
Cristina Fernández	Economista Senior (Colombia)

## Prólogo

Desde principios del año 2000 y hasta la fecha, las economías emergentes han experimentado una acelerada acumulación de reservas en moneda extranjera. Esto está ocasionando un cambio drástico en los mercados financieros internacionales, ya que las economías emergentes están adquiriendo una creciente importancia como fuentes de flujos de capital en dichos mercados.

Gran parte de estos flujos provienen de vehículos de inversión propiedad de algunos Estados, comúnmente conocidos como Fondos Soberanos de Riqueza (FSR), a los que algunos países han asignado una parte de la liquidez procedente de las exportaciones. Se estima que para 2009 estos fondos tienen acumulado cerca de 4 billones de dólares.

Estos fondos son entidades que administran parte del ahorro de las naciones en activos financieros internacionales, generalmente con la finalidad de realizar inversiones a largo plazo que generen retornos, de acuerdo con los parámetros de riesgo que se decidan tolerar.

Aun cuando los primeros fondos soberanos datan de la década de los setenta, el dramático aumento del volumen de activos que administran estos vehículos ha estimulado el debate en torno a ellos, debido a la relevancia que han cobrado como participantes en los mercados financieros internacionales.

Participantes de los mercados financieros, administradores, gestores de políticas públicas y académicos han discutido intensamente en torno al impacto de los fondos soberanos en los mercados internacionales; a los criterios de inversión que siguen; a la transparencia de su administración; a la estructura del gobierno corporativo; a la relación entre la regla de acumulación en los fondos y los objetivos de política fiscal; entre otros.

Tras los estragos generados por la crisis financiera internacional que se desató en 2008, el debate en torno a los fondos soberanos pasó temporalmente a un segundo plano. Como era lógico esperar, la atención internacional se enfocó en cómo evitar el colapso del sistema de pagos, y los cuestionamientos se trasladaron luego hacia los actores en los mercados de capitales, las autoridades monetarias, los gobiernos y los reguladores.

Los fondos soberanos, por su parte, no se diluyeron con la crisis. Por el contrario, en promedio reportaron pérdidas sustancialmente inferiores a las registradas por otros entes financieros. El disponer de activos acumulados en estos fondos probó ser de importancia capital en esta coyuntura para las economías originadoras.

Esto no sólo habla bien de las estrategias de inversión y gestión de los fondos soberanos, sino que, además, consolida su posición como actores relevantes en

los mercados internacionales. Superada la crisis, se espera que el volumen de estos fondos, y por ende el de sus inversiones, prosigan su expansión.

En virtud de todo lo anterior, la discusión en torno a la gestión adecuada de los fondos soberanos sigue y seguirá siendo relevante. Como un aporte a este debate, CAF organizó un taller en Londres en el año 2008 con la finalidad de discutir de manera abierta y directa acerca de los fondos soberanos de riqueza.

Allí se congregaron expertos calificados, administradores de fondos soberanos, participantes de los mercados financieros, académicos y funcionarios encargados de las políticas públicas en América Latina.

El debate giró en torno a trabajos especialmente comisionados para el evento, que incluyeron un estudio general sobre el papel de los fondos soberanos para las economías emergentes y estudios de experiencias emblemáticas, como el Fondo de Pensiones de Noruega, el Fondo de Inversiones del gobierno de Singapur y el Fondo de Inversiones de China, con el propósito de analizar las lecciones de política que se derivan de estos casos.

En la presente publicación se recogen algunos de los estudios y comentarios presentados en el taller, con miras a dar una mayor difusión a este esfuerzo inicial de CAF para fomentar el debate en torno a los fondos soberanos de riqueza.

# La consolidación de los Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas y aspectos de política al interior de los países y más allá de las fronteras\*

Adriana Arreaza, Luis Miguel Castilla y Cristina Fernández<sup>1</sup>

## 1. Introducción

Durante la última década, las economías emergentes han experimentado una acumulación acelerada de reservas en moneda extranjera. Según cifras del FMI, en 2007 las economías en desarrollo tenían unos USD 5 billones en activos extranjeros, lo que representó aproximadamente el 80% de las reservas acumuladas a nivel mundial. Los países asiáticos cuyas economías son impulsadas por la exportación de manufacturas, así como las economías exportadoras de productos básicos, han sido los principales contribuidores a la reciente acumulación de dichos activos. En particular, China, India, y los países exportadores de petróleo acumularon más de la mitad de las reservas internacionales a nivel mundial en 2007. Esto está provocando un cambio drástico en los mercados financieros internacionales, ya que las economías emergentes están adquiriendo una creciente importancia como fuentes proveedoras de flujos de capital.

La acumulación de reservas y sus fuentes suscitan importantes interrogantes de política en lo que respecta a la toma de decisiones adecuadas de inversión que no contradigan los objetivos macroeconómicos. En términos generales, las economías no pueden absorber reservas inesperadas sin sufrir consecuencias económicas perturbadoras, como una apreciación del tipo de cambio, distorsiones en los precios relativos, expansión de la liquidez, desequilibrios en el sector financiero, burbujas de activos nacionales, inflación o la exacerbación de una volatilidad cíclica. En consecuencia, las autoridades monetarias han hecho uso de una gama de herramientas para mitigar dichos efectos. Algunas de ellas han sido las intervenciones en el mercado de divisas; los cambios en los requisitos para las reservas en el sector bancario afectando el tipo, el vencimiento y la composición de los depósitos; los recargos fiscales en los flujos de capital de corto plazo, entre otros.

Por ejemplo, hay evidencias que sugieren que en la mayor parte de las economías emergentes las reservas internacionales fluctuaron más que los tipos de cambio durante la última década, lo cual indica que se están adoptando medidas de política para poner freno a la apreciación del tipo de cambio (Reinhart y Reinhart, 2008). La efectividad, el costo y la pertinencia de la

---

\* Este trabajo se elaboró para el Foro Mundial de Mercados Emergentes que se celebró en Hanoi, Vietnam, del 29 de junio al 1 de julio de 2008. Se hizo, en parte, sobre la base de las actas del Taller sobre Fondos de Riqueza Soberana de la Corporación Andina de Fomento (CAF), que se llevó a cabo en Londres, en febrero de 2008.

<sup>1</sup> Arreaza y Fernández son Economistas *Senior* de la CAF y Castilla es Economista Jefe de la CAF.

intervención de políticas son, como de costumbre, motivo de debate e implican un costo de oportunidad. La apreciación en el tipo de cambio puede ser favorable para la inflación, pero no para la competitividad. Las intervenciones esterilizadas son costosas y difíciles de mantener a largo plazo, mientras que las intervenciones que no son esterilizadas pueden llevar a inflación.

De manera alternativa, los países pueden asignar una parte de sus ganancias procedentes de las exportaciones, o reservas suplementarias<sup>2</sup>, a vehículos de inversión propiedad del Gobierno (principalmente en el extranjero) o a Fondos Soberanos de Riqueza (FSR), con el propósito de suavizar el consumo en el tiempo y distribuir la riqueza entre la presente y futuras generaciones. Esta estrategia puede también usarse para estabilizar la política fiscal y para obtener mayores retornos de los activos extranjeros que los que se obtendrían bajo el criterio de manejo de riesgos de reserva.

Desde la perspectiva global, los FSR están cobrando mayor importancia en los mercados financieros internacionales. Según estimaciones del mercado, el monto total de los recursos que manejan estos fondos oscila entre USD 3 y USD 4 billones, lo que equivale al monto total de recursos que manejan todos los fondos de cobertura y de capital privado (Farrell y Lund, 2007; Jen, 2007). Si bien sigue siendo un monto pequeño en comparación con la totalidad de los activos financieros a nivel mundial (menos de 2%), es muy probable que los FSR continúen creciendo en tamaño e importancia en un futuro cercano, como resultado de los elevados precios de los productos básicos y de la acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales asiáticos. La cifra podría superar los USD 12 billones para el año 2015 (Jen, 2007). De hecho, los fondos más importantes son manejados por los países exportadores de petróleo (aproximadamente, dos tercios de estos) y por las economías asiáticas con reservas suplementarias.

Dado que los FSR han aumentado en términos de sus fondos manejados y en la gama de sus activos, estos han llamado considerablemente la atención en los mercados financieros internacionales. Ejemplo de ello se presenta con la reciente capitalización que han hechos a entidades financieras afectadas por la crisis, como Citibank, Barclays y Merrill Lynch, entre otras; situación que los ha tenido en el punto de mira, desempeñado un papel estabilizador en los mercados mediante la provisión de liquidez, en muchos casos en donde fuere necesario y en el momento más requerido.

Sin embargo, los FSR han suscitado inquietud en lo que respecta a su gestión y al impacto que ejercen en los desequilibrios a nivel mundial. Los mercados temen, por ejemplo, que la participación de estos fondos en las grandes entidades financieras involucre riesgos, sobre todo si las decisiones se basan en cuestiones políticas y no en criterios económicos. No obstante, en la mayoría de

---

<sup>2</sup> Por reservas suplementarias, nos referimos a las reservas acumuladas por encima de los valores de referencia de adecuación de reservas.



los casos, estos fondos continúan siendo accionistas minoritarios de las entidades financieras y no tienen injerencia alguna en las decisiones corporativas.

Otro motivo de malestar con respecto a los FSR es que si las decisiones relativas a la composición de los portafolios no se manejan con criterios de eficiencia, podría darse como resultado una asignación poco óptima de los recursos, lo que a su vez podría arrojar rendimientos más bajos. Sin embargo, algunos casos, tales como Temasek Holdings en Singapur, el Fondo de Pensiones de Noruega y el Fondo de Pensiones de Nueva Zelanda, entre otros, muestran que con una gestión profesional y una buena gobernabilidad corporativa dichos fondos pueden arrojar resultados de inversión extraordinarios.

Otro tema de amplia discusión en torno a los FSR es la falta de transparencia así como la falta de una regulación prudencial, rasgos característicos de las operaciones de muchos de los inversionistas soberanos. Sin embargo, cabe mencionar que estas cuestiones se aplican también a otros inversionistas financieros privados, tales como los fondos de cobertura.

Adicionalmente, las considerables inversiones realizadas en títulos de largo plazo del Tesoro de los EE.UU. por parte de los FSR y por parte de los administradores de reservas, han sido las responsables, en gran parte, de deprimir las tasas de interés a largo plazo y de reducir su capacidad de respuesta a las medidas de política adoptadas por la Reserva Federal, situación que ha contribuido a mantener los desequilibrios a nivel mundial. No obstante, la corrección de los desequilibrios a nivel mundial requiere ajustes que van más allá de una regulación de las operaciones de estos agentes, como son modificar los tipos de cambio, incrementar la capacidad de absorción en los países con superávit y reducir la demanda en los países con déficit.

Estos temas están generando tendencias proteccionistas que podrían perturbar el camino hacia una integración financiera, y acarrear pérdidas para todas las partes involucradas. El objetivo común debería apuntar, más bien, a un sistema financiero internacional en el que los países no acumulen más activos extranjeros de los que requieren o desean, y en el que las inversiones transfronterizas permanezcan sólidas y transparentes (Lowery, 2007).

Por lo tanto, el debate en torno a los FSR no sólo es relevante para los países de origen y los países receptores, sino también para aquellos que ya han creado estos fondos y para los que contemplan la posibilidad de crearlos. Los beneficios extraordinarios pueden ser una buena oportunidad para que las economías en desarrollo realicen inversiones nacionales que han postergado. No obstante, si las inversiones no se planifican con cuidado, ejecutándolas por encima de la capacidad de absorción, y haciendo caso omiso a los objetivos de la política macroeconómica, el resultado podría ser una disipación de los recursos en

proyectos de muy rápida ejecución y mal orientados, además de inestabilidad e inflación.

Si se opta por crear FSR para hacer frente a la acumulación de reservas en las economías emergentes en el transcurso de los próximos años, convendría adoptar normas y objetivos sólidos de inversión, una buena gobernabilidad corporativa, una adecuada gestión de los riesgos, transparencia y buenas prácticas para la rendición de cuentas. Hay que tener presente que en algunas experiencias previas de Fondos Soberanos de Riqueza en América Latina - las cuales se caracterizaron por una falta de normas apropiadas, por una inadecuada gestión profesional y por problemas de política económica - resultaron en un enorme desperdicio de recursos. En adelante, será imprescindible contar con una gestión sólida que garantice que los FSR cumplan sus objetivos en los países de origen, mientras disipan las inquietudes suscitadas en los países receptores, los cuales, en realidad, pueden beneficiarse de estas fuentes de financiamiento.

El presente capítulo examina el papel que desempeñan los FSR en el contexto actual de abundantes reservas de activos extranjeros en las economías emergentes. Nuestro objetivo es adquirir un mejor entendimiento de estos vehículos de inversión y presentar algunas alternativas de política que se extraen de algunos casos emblemáticos. El presente capítulo está estructurado de la siguiente manera: la segunda sección presenta algunos hechos estilizados generales en torno a la acumulación de reservas y a la aparición y proliferación de los FSR en los últimos años; la tercera sección aborda la lógica tras dichos fondos, tomando en cuenta los diversos objetivos que deben cumplir; la cuarta sección presenta algunas de las inquietudes que estos han suscitado recientemente en los países receptores; la quinta sección ahonda en algunas de las características deseables para la gestión de estos fondos y la última sección presenta los comentarios finales y algunos temas pendientes de debate.

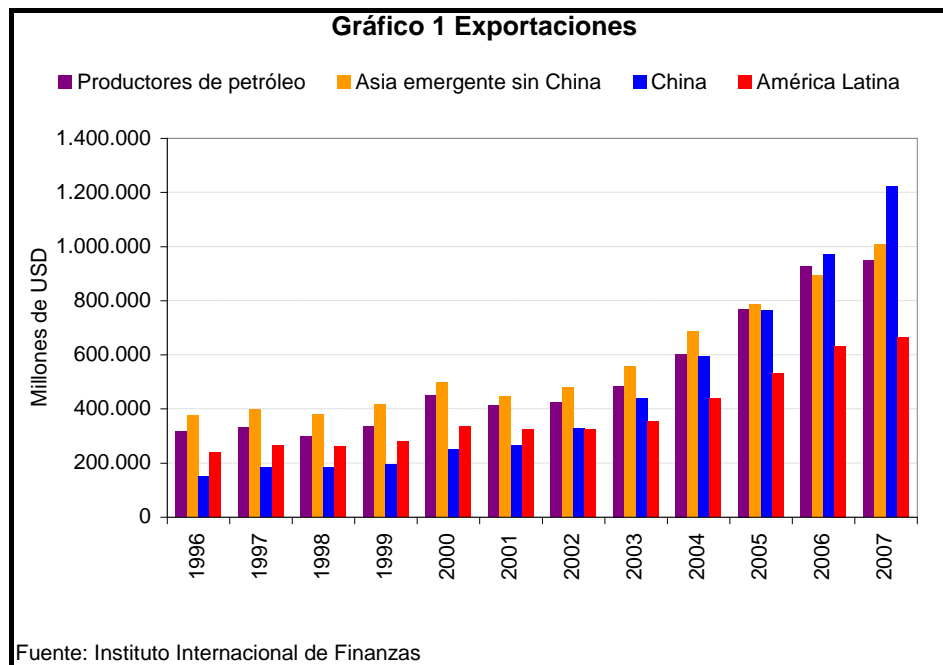
## **2. Hechos estilizados**

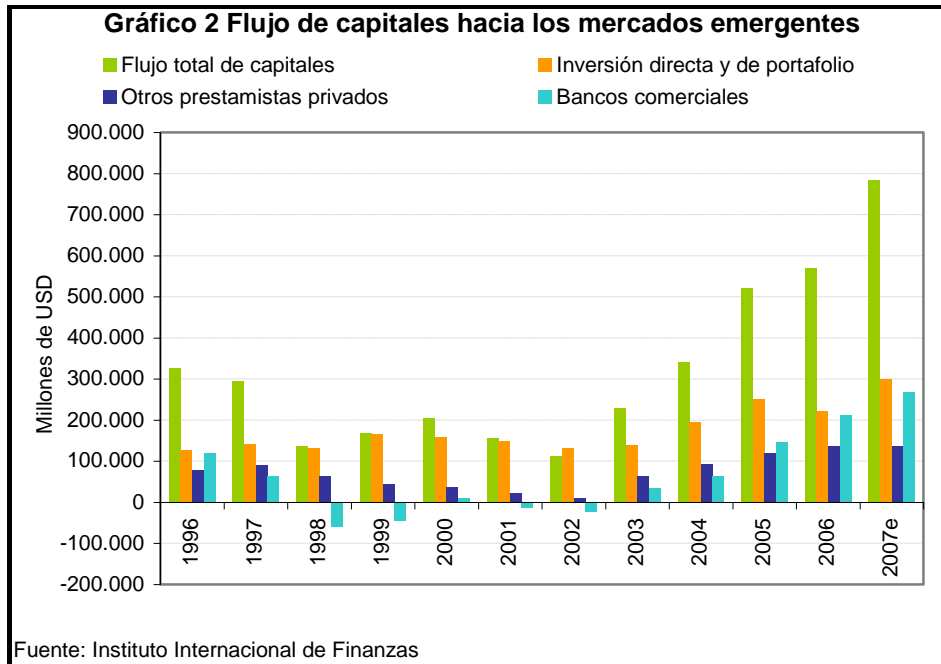
Los vehículos de inversión soberana no son una novedad. En 1953, Kuwait creó una junta para el manejo de inversiones financieras en el extranjero, las cuales se realizaron con las ganancias obtenidas por la exportación del petróleo con el objeto de transferir entre generaciones el patrimonio de un recurso que eventualmente se agotaría (Al Sa'ad, 2008). Del mismo modo, en 1976 los Emiratos Árabes Unidos crearon un fondo de inversión con las ganancias provenientes del petróleo. Arabia Saudita hizo lo mismo, y desde 1996 Noruega también ha asignado una parte de las ganancias provenientes del petróleo a un fondo de pensiones (Skancke, 2008). Singapur creó Temasek Holdings en 1974 para manejar empresas vinculadas al Gobierno y, en 1981, creó la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur (GIC por sus siglas en inglés) para

manejar los fondos superavitarios del gobierno y las reservas “excedentarias” de la autoridad monetaria (Elson, 2007). En la actualidad, estos conforman los fondos de mayor tamaño.

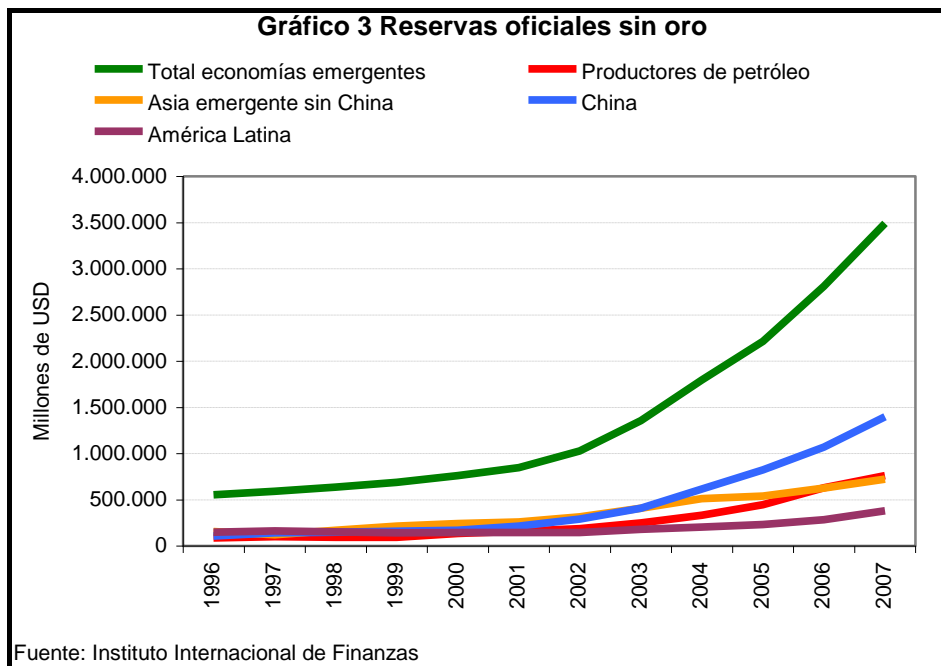
Tal vez la novedad de estos vehículos de inversión soberanos radica en la acelerada acumulación de activos que han experimentado durante la última década, con el consiguiente aumento de su participación en los mercados financieros internacionales. Este fenómeno se engloba en un proceso más amplio de alta acumulación de activos extranjeros en las economías emergentes, el cual está estrechamente vinculado con los mayores superávits en las cuentas corrientes y flujos de capital hacia los países en desarrollo (véase Griffith-Jones y Ocampo, 2008).

Los significativos ingresos procedentes de la exportación que se han venido presentando desde el año 2002, han dado lugar a abundantes superávits en las cuentas corrientes de países en desarrollo de Asia, el Medio Oriente y América Latina. Si bien los exportadores de productos básicos en el Medio Oriente y América Latina, especialmente los productores de petróleo, se han beneficiado de la tendencia alcista de los precios de los productos básicos, algunas economías asiáticas impulsadas por la exportación, principalmente China, deliberadamente no han permitido que sus monedas se aprecien para así mantener la competitividad, y con ella, promover las exportaciones y fomentar las reservas de divisas. Además de los superávits en la cuenta corriente, el aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes también se ha traducido en una acumulación de divisas extranjeras, como es el caso de India, México y Colombia.





Por lo tanto, según cifras del FMI, las reservas mundiales que tenían los bancos centrales se triplicaron entre 2001 y 2007 al pasar de USD 2 billones a más de USD 6 billones. Las economías emergentes fueron las principales contribuyentes a esta tendencia, y actualmente concentran aproximadamente el 80% de los activos de las reservas mundiales.



Además de los activos en divisas representados por las reservas oficiales que mantienen los bancos centrales, los países también han destinado una parte de

los beneficios a los FSR, lo que explica la expansión reciente de estos y su creciente participación en los mercados financieros internacionales. Como puede observarse en el Cuadro 1, un número de los FSR que se crearon en los últimos años, provino de países con importantes superávits en la cuenta corriente, vale decir, países exportadores de productos básicos y economías asiáticas orientadas a la exportación. Entre ellos, los fondos soberanos más importantes son la Corporación de Inversión de China (CIC) y el Fondo de Estabilización de Rusia.

**Cuadro 1 Principales Fondos Soberanos de Riqueza**

País	Nombre del Fondo	Activos (Miles de millones de USD)	Año de creación	Fuente de los fondos
EAU	Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi	875	1976	Petróleo
Noruega	Fondo de Pensiones del Gobierno	380	1996	Petróleo
Singapur	Corporación de Inversiones del Gobierno	330	1981	No de materias primas
Arabia Saudita	Fondos saudíes (Varios)	300	n.a.	Petróleo
Kuwait	Autoridad de Inversiones de Kuwait	250	1953	Petróleo
China	Corporación de Inversiones de China	200	2007	No de materias primas
Singapur	Participaciones Temasek	159,2	1974	No de materias primas
Rusia	Fondo de Estabilización	127	2004	Petróleo
Australia	Fondo del Futuro	54	2006	No de materias primas
Qatar	Autoridad de Inversiones de Qatar	50	2005	Petróleo
Libia	Fondo Petrolero de Reserva	50	2005	Petróleo
Algeria	Fondo de Regulación de Ingresos	42,6	2000	Petróleo
EEUU (Alaska)	Corporación Fondo Permanente	38	1976	Petróleo
Brunei	Fondo de Reserva General de Brunei	30	1983	Petróleo
Corea del Sur	Corporación de Inversiones de Corea	20	2005	No de materias primas
Malasia	Khazanah Nasional	18	1993	No de materias primas
Kazajstán	Fondo Nacional de Kazajstán	18	2000	Petróleo
Canadá	Fondo de Patrimonio de Alberta	16	1976	Petróleo
Taiwán	Fondo Nacional de Estabilización	15,2	n.a.	No de materias primas
Venezuela	Fondo Nacional de Desarrollo	15	2005	Petróleo
Irán	Fondo Petrolero de Estabilización	13	1999	Petróleo
Nueva Zelanda	Fondo de Pensiones de Jubilación	11	2001	No de materias primas
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	9,8	2006	Cobre
EAU	Istithmar	8	2003	Petróleo
Omán	Fondo General de Reserva del Estado	6	n.a.	Petróleo
EAU	Capital Internacional de Dubai	6	2004	Petróleo
Bahrein	Desconocido	6	1980	Petróleo
Chile	Fondo de Reserva de Pensiones	1,4	2006	Cobre

Fuente: Griffith-Jones y Ocampo (2008)

Es muy probable que estos fondos crezcan en el transcurso de la próxima década. Si se mantienen elevados los precios de los productos básicos, los gobiernos de los países exportadores de estos productos probablemente continuarán acumulando activos extranjeros, aun cuando parte de los beneficios se asignen a cubrir las necesidades de inversión nacional o a la recompra de parte de su deuda vigente. En contraposición, el grado de acumulación de activos en los países que no son exportadores de productos básicos dependerá, en gran medida, del mayor o menor éxito con el que los mercados emergentes opten por una mayor flexibilidad en el tipo de cambio (Lowery, 2007 y Jen, 2007).

### 3. La lógica tras los Fondos Soberanos de Riqueza

¿Por qué los países estimarían conveniente que se desvíen activos de las reservas internacionales hacia formas alternativas de acumulación? Sea cual fuere el origen, un aumento acelerado de las reservas por encima de la capacidad de absorción nacional no está exenta de costos. Puede tener

consecuencias macroeconómicas no deseadas, tales como una apreciación del tipo de cambio, distorsiones en los precios relativos, expansión de la liquidez, desequilibrios en el sector financiero, burbujas de activos nacionales, inflación, o la exacerbación de la volatilidad cíclica. También puede acarrear costos de oportunidad, ya que las divisas deben invertirse en instrumentos líquidos, de bajo riesgo y, por lo tanto, de bajo rendimiento, rápidamente accesibles a los bancos centrales para balancear los requerimientos de pago. Los FSR se están convirtiendo en una alternativa atractiva para que los países acumulen activos de divisas y hagan frente a estas cuestiones.

No obstante, tal como sostienen Griffith Jones y Ocampo (2008), no es aconsejable que los países cuya acumulación de reservas se basa principalmente en flujos de capital, creen Fondos Soberanos de Riqueza, ya que estos recursos son prestados y volátiles. A su vez, hay motivos para crear dichos fondos en países con una acumulación de activos extranjeros basada en superávits en la cuenta corriente.

Con el fin de entender mejor la lógica tras estos vehículos de inversión, conviene emplear la distinción que se hace entre los fondos basados en materias primas y los fondos basados en productos de mayor valor agregado (Lowery, 2007). Los primeros se crean con los ingresos que provienen de la exportación de productos básicos de industrias estatales o mediante los impuestos a las firmas privadas que exportan dichos productos. Los segundos, por lo general, se crean con transferencias de activos provenientes de las reservas oficiales, una vez que éstas superan el nivel de liquidez establecido como adecuado.

En el caso de los fondos basados en materias primas, tal vez el mejor caso para crear FSR sea el de las economías que explotan recursos no renovables. En este caso la idea es reemplazar un activo real proveniente de la tierra que puede agotarse, por ejemplo el petróleo o el gas, por un activo financiero, para garantizar que el patrimonio de recursos pueda repartirse de generación en generación y suavizar el consumo a lo largo del tiempo. Por lo tanto, estos fondos pueden servir, por un lado, como una herramienta de *estabilización fiscal* y, por otro, como un *vehículo de ahorro*. Ello motivó la promulgación del Fondo de Pensiones noruego, la Autoridad de Inversiones de Kuwait y la Autoridad de Inversiones de Emiratos Árabes Unidos (EAU) (Skancke, 2008; Al Sa'ad 2008). Sin embargo, esto también podría aplicarse a otros recursos naturales, tales como el Fondo Nacional de Café en Colombia, que ha demostrado ser muy eficaz en estabilizar los ingresos de los productores.

Cuando se usan para fines de estabilización, estos fondos pueden servir para disociar el flujo de ingresos volátiles del perfil del gasto fiscal y evitar así las marcadas fluctuaciones cíclicas. Esto posibilita la implementación de una política fiscal contra-cíclica. Dichos fondos, a su vez, son un mecanismo de ahorro para las generaciones venideras y garantizan una repartición justa de los ingresos transitorios de un recurso que está por agotarse. Por ejemplo, el Fondo de

Pensiones noruego está totalmente incorporado al presupuesto nacional con el fin de hacer menos variante el gasto de los ingresos del petróleo en el corto plazo. Además, constituye un vehículo de ahorro a largo plazo, mediante la acumulación de activos financieros, que sirve para hacer frente a los cada vez menores ingresos provenientes del petróleo, y a los crecientes gastos vinculados al envejecimiento de la población (Skancke, 2008a)<sup>3</sup>.

Otros fondos de productos básicos, que en sus inicios se crearon para lograr una estabilización fiscal y para la esterilización de flujos externos de capital, se han convertido en fondos de ahorro, dado el reciente marcado aumento de los precios de dichos productos (Lowery, 2007). Por ejemplo, Chile creó un fondo de estabilización para el cobre en 1987 y, en 2006, creó dos fondos separados: uno con fines de estabilización, el Fondo de Estabilización Económica y Social, y, el otro, para acumular ahorros con el propósito de financiar las obligaciones de jubilación, el Fondo de Reserva de Pensiones (jul., 2008). Como en el caso noruego, la gestión de estos dos fondos también forma parte del proceso presupuestario.

Los fondos basados en productos de mayor valor agregado usualmente se crean mediante transferencias de activos que provienen de las reservas internacionales. Los altos superávits de balanza de pagos han permitido a los países exportadores de productos no básicos, transferir las reservas “suplementarias” de divisas hacia fondos independientes de inversión para conseguir retornos más altos. Este ha sido el caso de muchas economías asiáticas orientadas a la exportación, las cuales han acumulado superávits en la cuenta corriente al mantener deliberadamente subvaluados sus tipos de cambio durante largos períodos, con la finalidad de preservar o potenciar su competitividad. Además, este proceso se consolidó como consecuencia de la crisis financiera de 1998, cuando las economías de Asia oriental se embarcaron en un proceso de acumulación de reservas por motivos precautorios.

Al transferir las reservas “suplementarias” hacia FSR, los países pueden evitar que la economía sufra algunos de los efectos negativos de la acumulación de reservas, como al reducir los costos de esterilización mediante la emisión de títulos de deuda nacional para evitar la inflación. Más importante aún, en estos casos los FSR son *vehículos de ahorro o de acumulación de riqueza* que permiten a los países diversificar sus activos en divisas y ganar retornos más elevados mediante la inversión en una amplia gama de activos, incluyendo bonos soberanos a mayores plazos; títulos garantizados por activos o por agencias gubernamentales, bonos corporativos; acciones, materias primas, bienes raíces, derivados, inversiones alternativas e inversiones extranjeras directas.

---

<sup>3</sup> Para un análisis más detallado del caso noruego, véase el Recuadro A.





en el punto de mira luego de contribuir a la reciente capitalización de entidades financieras afectadas por la crisis como Citibank, Barclays, Merrill Lynch, entre otras. Sin embargo, analistas, estudiosos, funcionarios oficiales y los participantes del mercado en los países donde se están realizando estas inversiones han elaborado una serie de interrogantes en torno a los posibles riesgos que podrían conllevar los FSR en los mercados financieros internacionales. Les preocupa, entre otros, que potencialmente puedan:

- Contribuir a que se depriman las tasas de interés de largo plazo debido al fuerte posicionamiento de estos en títulos del Tesoro (el llamado “exceso de ahorro”); apoyando el boom crediticio mediante la reducción del costo de capital y, por ende, preparando el terreno para las burbujas en los mercados bursátiles, mercados ilíquidos (por ejemplo, el mercado inmobiliario) y en el mercado de materias primas.
- Por la misma razón, los FSR podrían ayudar a financiar el déficit de la cuenta corriente estadounidense, prolongando de esta manera los desequilibrios mundiales.
- Convertirse en fuentes de riesgo sistemático, ya que los FSR no tienen incentivo alguno para coordinar sus acciones con las decisiones de política monetaria o de tipo de cambio de los países receptores.
- Causar pérdidas de eficiencia, disminuir la competitividad y crear conflictos de interés como resultado de la inversión pública en las empresas privadas, en el caso de que se alejen de los criterios de eficiencia económica.
- Utilizarse para fines políticos (Summers, 2007). Por ejemplo, Buitter (2007) sostiene que los tenedores de bonos tienen derechos estatutarios que pueden ejercerse de modo no imparcial. Los mayores tenedores de deuda en cualquier país pueden amenazar con abandonar el mercado rápidamente y aumentar las tasas de interés, si no se les otorgan ciertas concesiones políticas.
- Ejercer un gran poder estratégico en los mercados (dependiendo, obviamente, del nivel de participación en estos), lo que a la larga puede resultar en una mayor inestabilidad financiera y en beneficiar a los principales actores (Aizenman y Glick, 2007)<sup>5</sup>.

En este sentido, se han recomendado una serie de propuestas para regular las operaciones de los FSR, algunas de las cuales podrían provocar mayores distorsiones en los mercados financieros que las que pretenden mitigar. Entre ellas: (i) limitar sus inversiones en acciones que no tengan derecho a voto (Buitter, 2007); (ii) restringir los acuerdos de inversión recíproca entre el país receptor y el país de origen; (iii) garantizar que se limiten sus inversiones a los índices de los mercados bursátiles, por ejemplo, el S&P 500 en los Estados Unidos; y (iv) crear un conjunto de fondos soberanos para que las entidades

---

<sup>5</sup> Además, si los fondos realizan auténticas inversiones de largo plazo, tenderían a actuar como fuerzas contra-cíclicas y entonces no venderían estas inversiones, a menos que se obtengan suficientes retornos, siempre y cuando no existan motivos ocultos en la operación.

internacionales manejen sus inversiones (Thoma, 2008). Cabe mencionar que, en el pasado, cuando los flujos de inversión iban en sentido contrario, es decir, de economías desarrolladas a economías emergentes, las propuestas de esta índole fueron blanco de fuertes críticas.

Este tipo de propuestas sugiere que uno de los principales riesgos vinculado a la creciente importancia que han cobrado los FSR es su potencial para promover políticas proteccionistas, a tal punto que los países receptores comiencen a elegir sus inversionistas, y decidan cómo y en qué sectores deberán invertir los fondos. Este panorama podría dar lugar a controles de capital y a un proteccionismo financiero, que podrían revertir las tendencias hacia una mayor integración financiera internacional. Esta tendencia proteccionista podría consolidarse una vez que la actual crisis en los mercados financieros se disipe y, por consiguiente, las inyecciones de capital de estos fondos se consideren menos necesarias. Desde nuestro punto de vista estas medidas podrían ser perjudiciales para todas las partes involucradas.

En nuestra opinión, hay dos factores clave que entran en juego: uno es la acumulación de divisas en los países emergentes, lo que podría llevar a un cambio en los flujos de capital de estas economías hacia los países desarrollados; el otro es la gestión de estos fondos. El primero despierta el temor de que los FSR podrían prolongar los desequilibrios mundiales. Es probable que el segundo se asocie más a las ineficiencias y distorsiones que podrían causar estas inversiones, si las decisiones de cartera se guían por criterios políticos y no por criterios de eficiencia económica.

Creemos que la corrección de los desequilibrios mundiales exige ajustes que van más allá de lo que se ha sugerido en términos de regulación de las operaciones de los FSR o de limitar su participación en los mercados de países desarrollados. La reducción de la demanda necesaria en los países con déficit y el aumento de la demanda en los países con superávit, entre otros, exige un cambio en los tipos de cambio. Ya se están llevando a cabo ajustes en este sentido mediante la depreciación del dólar estadounidense, sin embargo, aún está por darse la flexibilización de algunas monedas de mercados emergentes. En todo caso, los FSR podrían desempeñar una función en el proceso de ajuste. Como señala Geive (2008), el surgimiento de dichos fondos sugiere que, en el futuro, los países con superávit estén menos dispuestos a aceptar activos con rendimientos bajos. Esto debería ejercer una presión en los tipos de cambio para realizar ajustes y contribuir a una reducción de los desequilibrios internacionales. Además, al parecer los FSR han favorecido los mercados financieros al desempeñar una función estabilizadora durante la reciente crisis, ya que han provisto liquidez al mercado y a las instituciones financieras afectadas.

En lo que respecta a la gestión de estos fondos, no existen pruebas contundentes que señalen que estos hayan sido manipulados por motivos políticos, ya que estos se han comportado, en la mayoría de los casos, como

inversionistas que se interesan por maximizar sus retornos. De hecho, son muy pocos los casos en los que los FSR se han convertido en accionistas principales de empresas. No obstante, no todos los fondos se manejan de la misma manera y, con frecuencia, hay criterios de transparencia, gobernabilidad y de inversión que podrían ser mejorados.

## **5. La gestión de Fondos Soberanos de Riqueza**

Aun cuando las inquietudes relativas a la gestión de los FSR tienden a expresarse más en los países receptores, es de interés para todas las partes involucradas que estos fondos se manejen siguiendo algunas pautas que garanticen buenas prácticas de inversión. Por un lado, sólo una gestión adecuada garantiza el cumplimiento de los objetivos para los cuales los países de origen diseñaron estos fondos. Por otro lado, los países receptores podrían beneficiarse de nuevas fuentes de inversión, sin temor a que estas inversiones menoscaben la eficiencia económica.

Para que los FSR den buenos resultados, es fundamental que tengan un diseño institucional que garantice el cumplimiento de los objetivos trazados. En primer lugar, debe definirse un mandato claro, ya sea que se utilicen para estabilización fiscal o para ahorros entre generaciones, o que sean fondos basados en materias primas u otros productos. Asimismo, la estrategia global de inversión debería depender también del propósito del fondo. Un fondo de estabilización puede requerir inversiones de corto plazo, mientras que las inversiones de un fondo de ahorros pueden ser de más largo plazo.

En segundo lugar, y según el propósito del fondo, deberían elaborarse reglas claras para la acumulación y gasto del fondo a lo largo del tiempo<sup>6</sup>. Por otro lado, Caballero (2008) sostiene que los países deberían invertir sus recursos en proyectos que muestren una correlación negativa con los flujos de ingresos del país. En su opinión, una cartera óptima diseñada de esta manera puede obtener mayores retornos en tiempos de crisis. Esto puede ser difícil de aplicar a las reservas internacionales, pero es más plausible para los FSR.

En tercer lugar, el diseño institucional del fondo debería tomar en consideración los incentivos que enfrentan todas las partes involucradas, particularmente de aquellos que manejan el fondo y de las autoridades fiscal y monetaria. Si no se toman en cuenta los incentivos de los actores en el marco institucional, el desempeño del fondo puede verse amenazado por presiones políticas indebidas y, por lo tanto, podría apartarse de sus objetivos. Por ejemplo, es probable que el incentivo de la autoridad fiscal sea usar los recursos del fondo con fines fiscales (en los ciclos electorales o para financiar el déficit). A falta de un marco regulatorio adecuado y de una gestión que limite una interferencia indebida del

---

<sup>6</sup> Por ejemplo, Noruega y Chile tienen normas claras que regulan el gasto y el ahorro de sus fondos.

tesorero, no cabe duda de que el fondo cederá a las presiones políticas. En el caso de un fondo de estabilización, esto podría significar su fracaso como un mecanismo contra-cíclico.

Sin embargo, tal como lo ha indicado Ansell (2008), la mayor parte de los diseños institucionales existentes comportan riesgos. Por lo general, los Fondos Soberanos de Riqueza están bajo la supervisión del Ministerio de Finanzas o de los bancos centrales, cuando no constituyen una entidad independiente. Cuando el Ministerio de Finanzas supervisa dichos fondos, lo hace en calidad de propietario del fondo en representación del Gobierno. El Ministerio está a cargo de las directrices, las pautas y las normas, así como del monitoreo y la evaluación del desempeño del fondo. Informa al gobierno, aunque rara vez maneja los fondos en forma directa; por lo general, delega al banco central o a una entidad independiente la gestión de los mismos. El riesgo de estas prácticas podría ser el fracaso en proteger los ahorros de modo eficaz a falta de una política fiscal acertada. En el caso del Fondo de Pensiones noruego, que funciona según este procedimiento, los riesgos se mitigan mediante la promulgación de una regla para el gasto. Lo mismo se aplica en el caso de Chile.

Cuando los bancos centrales manejan el fondo, a menudo lo consideran como parte de sus reservas, lo cual comporta el riesgo de una diversificación insuficiente y de políticas de inversión muy conservadoras. En términos generales, debería existir una clara distinción entre los FSR y las reservas internacionales del país, con la finalidad de evitar interferencias a la hora de ejecutar los objetivos de inversión del fondo. Valga decir que, en la presencia de un predominio fiscal, no hay ninguna garantía de la efectividad de los fondos<sup>7</sup>.

Algunas de estas advertencias pueden superarse si se concede cierto grado de independencia al fondo y si se crea una entidad legal independiente que lo maneje. En este caso, el fondo es independiente y debe cumplir con sus propias pautas, mandatos y principios. Sin embargo, el fondo debe presentar informes periódicos al ente supervisor (Ministerio de Finanzas, Parlamento, etc.). Una vez más, se corre el riesgo de que el fondo opere con un grado de tolerancia al riesgo superior al que está dispuesto a aceptar el público, o con cierta omisión de los objetivos fiscales y monetarios.

Como resultado de ello, los acuerdos institucionales deberían esforzarse en conciliar una participación equilibrada del Ministerio de Finanzas, el Banco Central y la gestión independiente del fondo, y tal vez, equilibrios de poder

---

<sup>7</sup> El caso de Venezuela. y lo que este país experimentó, con su fondo de estabilización es un claro ejemplo de las oportunidades perdidas debido a la ausencia de normas, de una adecuada gobernabilidad y diseño institucional. El Fondo de Estabilización Macroeconómica era una cuenta que manejaba únicamente el Banco Central, valiéndose de los mismos criterios que usaba para las reservas internacionales. Existía una norma de ahorro (un cierto monto que excediera los ingresos ordinarios del Tesoro debía depositarse en la cuenta); sin embargo, no había una norma para los retiros, por lo tanto, estos se ejecutaron en forma discrecional.

adicionales por parte del Poder Legislativo. Estos deberían idearse teniendo en consideración las actividades de las instituciones existentes en los países de origen. En todo caso, la creación de FSR debería entenderse como complemento a unas políticas fiscales y monetarias sólidas, y no un sustituto de estas.

Además del diseño institucional y de los aspectos de gobernabilidad corporativa mencionados anteriormente, hay otros factores que entran también en consideración, tales como un marco legal claramente estipulado; lineamientos para el funcionamiento y la elección de los órganos de dirección; consideraciones relativas a la transparencia y a la accesibilidad de la información; procedimientos para la resolución de conflictos de interés y controversias ocasionales, y la elaboración de criterios éticos para la gestión de los fondos.

Otros aspectos de suma importancia se refieren a una mayor transparencia y rendición de cuentas respecto al valor de los activos de los fondos; la composición de la cartera (el porcentaje que se asigna a acciones, a la renta fija, a las adquisiciones apalancadas, etc.); el grado de liquidez y el vencimiento de las inversiones, entre otros. Un primer paso hacia ello podría ser la elaboración de un informe anual de carácter público que enuncie los objetivos del fondo y que presente sus activos, especialmente dado que actualmente los fondos no realizan esta práctica. Si los fondos se convirtiesen en accionistas principales de empresas extranjeras, la gobernabilidad corporativa de dichas empresas también cobraría importancia.

Truman (2007) sistematiza algunas de las cuestiones antes mencionadas y desarrolla un conjunto de buenas prácticas relativas a la estructura institucional, a la gobernabilidad corporativa, a la transparencia y al comportamiento de los Fondos Soberanos de Riqueza. Asimismo, evalúa el desempeño de algunos fondos según su cumplimiento a dichas cuestiones. Los resultados pueden verse en el Cuadro 2.

No obstante, se podría argumentar que algunas de estas prácticas se concibieron desde la perspectiva de los países receptores para responder a sus inquietudes en torno a los FSR. Por lo tanto, algunas de estas prácticas pueden interferir con el cumplimiento de los objetivos de inversión en los países de origen. De hecho, como puede verse en el Cuadro 2, aun los fondos que se desempeñan mejor, clasifican más bajo en términos de la gestión de sus carteras. Sin embargo, como sostienen administradores de fondos y algunos partícipes del mercado (Skancke, 2008b, Al Sa'ad, 2008 y Patelis, 2007), revelar las cuestiones estratégicas relativas a las operaciones de los fondos puede ser contraproducente para los dueños de estos y hasta desestabilizador para los mercados.

Por ejemplo, la adquisición de acciones y de activos ilíquidos requiere, por lo general, de un grado mínimo de confidencialidad, sobre todo si se tiene en cuenta que los movimientos importantes de capital que realicen los FSR probablemente afecten los precios de los activos en los que habrán de invertir. En este sentido, Skancke (2008b) afirma que si bien promover la transparencia sobre la estructura de la gobernabilidad y los objetivos de inversión podría ser útil para aminorar las inquietudes que suscitan las inversiones de los FSR, debería encontrarse un equilibrio entre los requerimientos de una mayor transparencia en la estrategia y la implementación de la inversión y los intereses comerciales legítimos de los inversionistas. Por ejemplo, Noruega ha anunciado que incrementará su participación en acciones, pero no ha provisto un marco de tiempo ni mayores detalles sobre cómo habrá de ejecutar esta estrategia (Patelis, 2007).

Por lo tanto, los países receptores no deberían poner demasiado énfasis en la transparencia de la gestión de las carteras de los FSR. A su vez, creemos que una estructura institucional adecuada, una buena gobernabilidad corporativa y un mayor grado de transparencia y de rendición de cuentas son fundamentales para lograr los objetivos trazados para estos fondos (es decir, lograr una estabilización, mantener un consumo uniforme de generación en generación, diversificar los activos y maximizar los retornos, entre otros) y generar confianza en sus operaciones, tanto en los países de origen como en los países receptores.

Dicho esto, la gestión de los FSR en conformidad con las buenas prácticas de diseño institucional, gobernabilidad, publicación de informes y la rendición de cuentas, varía considerablemente de país a país, e incluso, al interior de un mismo país.

**Cuadro 2 Evaluación del desempeño de Fondos Soberanos de Riqueza (Porcentaje de la calificación máxima posible)**

País	Fondo	Estructura	Gobernabilidad	Rendición de cuentas y	Comportamiento	Total
		Institucional	corporativa	transparencia		
Nueva Zelanda	Fondo de Pensiones de Jubilación	100	100	100	75	95
EEUU (Alaska)	Fondo Permanente de Alaska	100	80	100	83	94
Noruega	Fondo de Pensiones del Gobierno - Global	94	100	100	67	92
Australia	Fondo del Futuro	100	80	68	83	80
Azerbaiyán	Fondo Petrolero Estatal de la República de Azerbaiyán	88	60	89	50	77
China	Fondo Nacional de la Seguridad Social	100	40	82	67	77
Canadá (Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	94	60	79	50	74
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	94	60	82	17	70
Kazajistán	Fondo Nacional de la República de Kazajistán	88	60	64	33	64
Corea del Sur	Corporación de Inversiones de Corea	75	60	45	25	51
Rusia	Fondo de Reserva y Fondo Nacional de Prestaciones Sociales	72	40	50	33	51
Kuwait	Autoridad de Inversiones de Kuwait	75	80	41	0	48
Singapur	Participaciones Temasek	50	50	61	0	45
Singapur	Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur	63	40	39	17	41
Malasia	Khazanah Nasional	44	50	46	0	38
China	Corporación de Inversiones de China	50	50	14	17	29
Algeria	Fondo de Regulación de Ingresos	56	40	11	17	27
Nigeria	Cuenta del Exceso del Crudo	50	30	14	17	26
Irán	Fondo de Estabilización Petrolero	50	20	18	0	23
Venezuela	Fondo de Estabilización Macroeconómica	50	0	18	17	23
Venezuela	Fondo de Desarrollo Nacional	38	0	27	0	20
Omán	Fondo General de Reserva del Estado	50	0	18	0	20
Sudán	Cuenta de Estabilización del Ingreso Petrolero	56	0	14	0	20
Brunei Darussalam	Agencia de Inversiones de Brunei	31	0	25	0	18
EAU (Abu Dhabi)	Compañía de Desarrollo Mubadala	44	10	7	0	15
EAU (Dubai)	Istithmar Mundo	38	10	7	0	14
Qatar	Autoridad de Inversiones de Qatar	34	0	2	0	9
EAU (Abu Dhabi)	Autoridad de Inversiones y Consejo de Abu Dhabi	25	0	4	8	9

Fuente: Truman (2008)

La evaluación consta de 33 elementos. Estos se formularon como preguntas y se agruparon en cuatro categorías: (1) Estructura institucional del fondo, incluyendo sus objetivos, tratamiento fiscal, y si está o no separado de las reservas internacionales del país, (2) Gobernabilidad corporativa del fondo, incluyendo el papel del gobierno y la gerencia, y si el fondo sigue pautas de responsabilidad corporativa y de comportamiento de inversión ético, (3) Rendición de cuentas y transparencia del fondo en su estrategia de inversión, actividades de inversión, reportes y auditorías, y (4) Comportamiento del fondo en el manejo de su portafolio y en el uso del endeudamiento y derivados. Se asignó un puntaje a cada una de estas preguntas de forma que un mayor puntaje indica una mejor conformidad con este grupo de mejores prácticas

Elson (2008) desarrolla a profundidad el caso de Singapur con Temasek (TSK) y con la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur (GIC por sus siglas en inglés), donde ha identificado diferencias marcadas entre ambos fondos, las cuales tienen posibles implicaciones sobre su desempeño. Cabe mencionar entre estas diferencias que mientras TSK funciona como un inversionista activo en acciones de Singapur y de Asia oriental, la GIC ha funcionado como un fondo que se centra en títulos públicos y en títulos de renta fija del exterior. Desde su creación, la GIC ha recibido cuantiosas transferencias procedentes del superávit fiscal, mientras que, al parecer, TSK no ha recibido transferencias financieras del Gobierno en los últimos años. TSK coopera a cierta distancia del Gobierno, con una junta independiente de directores, mientras que la GIC está bajo completo control del Gobierno. A diferencia de TSK, que publica una evaluación anual donde describe sus inversiones y estados financieros, la GIC no revela mayor información sobre sus operaciones. Sin embargo, parece estar manejada por profesionales cuya motivación es obtener una ganancia comercial. Aparentemente, ambos fondos han alcanzado los retornos esperados dada la composición de sus carteras; sin embargo, hay inquietud respecto de si algunos de los elevados retornos generados por la GIC deberían devolverse al *Central Provident Fund* (CPF, o Fondo Central de Previsión, uno de los principales vehículos de ahorro doméstico de Singapur, en lugar de un Fondo de Pensiones), ya que el CPF ha provisto hasta 25% del “excedente invertible” de la GIC<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Véase Elson (2008) para mayor información.

Dado que estos fondos manejan una proporción de los ahorros de sus países de origen, es fundamental que generen confianza entre sus ciudadanos. Ahí reside la importancia de ejercer buenas prácticas de gestión. Por ejemplo, en contraposición a los excelentes resultados de TSK, algunas experiencias previas con fondos y con fines similares en Latinoamérica arrojaron malos resultados y poco más que un desperdicio significativo de los recursos, debido a diseños institucionales mal concebidos, a la falta de normas apropiadas, a una gestión profesional deficiente y a problemas de política económica.

## **6. Comentarios finales y temas de debate**

Los Fondos Soberanos de Riqueza están cobrando importancia en los mercados financieros internacionales, y se espera que mantengan esta tónica en los próximos años. La creciente relevancia de los FSR plantea cuestiones estratégicas en el sistema financiero internacional. Mantenemos la opinión de que hay dos puntos principales que entran en juego: uno se refiere a la acumulación de divisas en los países emergentes, lo que provoca un cambio en los flujos de capital de estas economías hacia los países desarrollados; y el otro, a la gestión eficiente de estos fondos.

El primer punto despierta principalmente el temor de que los FSR perpetúen los desequilibrios internacionales. El segundo, quizás se vincula más a las ineficiencias y a las distorsiones que podrían provocar estas inversiones si las decisiones relativas a las carteras se guiaran por criterios políticos y no por criterios de eficiencia económica. Además, una gestión deficiente podría provocar un distanciamiento de los objetivos que estos fondos se ha trazaron en sus países de origen.

La inquietud que existe en torno a los FSR es que estos puedan provocar un proteccionismo financiero en las economías desarrolladas, situación que podría acarrear pérdidas para todas las partes involucradas. Por un lado, los FSR permiten a las economías emergentes diversificar sus inversiones en activos extranjeros, sirviendo al mismo tiempo de herramientas estabilizadoras y/o de vehículos de ahorro. Por otro lado, los países desarrollados pueden beneficiarse de esta nueva fuente de financiamiento.

Creemos que la corrección de los desequilibrios mundiales requiere de ajustes que vayan más allá de lo que se ha sugerido en términos de la regulación de las operaciones de estos fondos, o de limitar su participación en los mercados desarrollados. Sin embargo, algunos fondos pueden beneficiarse de una mejor gestión. Es importante que los FSR sigan políticas firmes de gobernabilidad corporativa que generen la misma confianza tanto en el país de origen como en el país receptor.



### **Recuadro A. La gestión del Fondo de Pensiones noruego \***

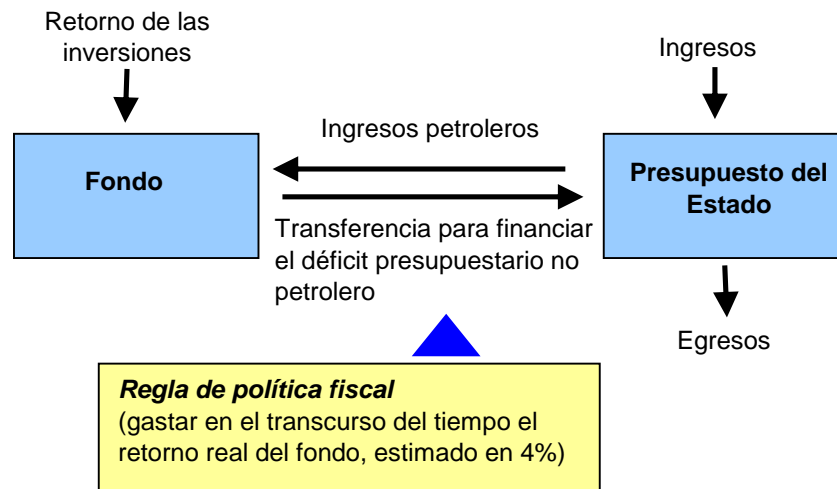
El Fondo de Pensiones noruego suele citarse como un caso de referencia en términos de una sólida gestión de Fondos Soberanos de Riqueza. En este recuadro, se resumen algunos de los aspectos destacables del diseño institucional del fondo, de la gobernabilidad y de su integración al proceso presupuestario.

El Fondo de Pensiones noruego se creó en 1990 como una herramienta que sirviera de apoyo para una gestión prudente de los ingresos procedentes del petróleo. Tiene un doble propósito, por un lado hacer menos variante el gasto de los volátiles ingresos petroleros y, por el otro, funcionar como un vehículo de ahorro de largo plazo para acumular activos financieros, y así hacer frente a los flujos financieros futuros asociados al envejecimiento poblacional. El Fondo realiza inversiones en el exterior con la finalidad de aislar a la economía de los efectos de un flujo volátil de ingresos de divisas generadas por la exportación de petróleo, permitiendo, a su vez, una diversificación de los activos y mayores retornos.

El Fondo de Pensiones es parte integral del proceso presupuestario del Gobierno. El ingreso de este Fondo consta del flujo neto en efectivo que proviene de la explotación de petróleo más el retorno que proviene de los activos del Fondo. Los egresos que financian el presupuesto fiscal no petrolero equivalen a la tasa anual de retorno real esperada del fondo (AERRR)\*\*; que actualmente se calcula en 4%.

Como resultado, por diseño, el Fondo establece un vínculo directo entre el uso del capital del Fondo y el déficit presupuestario no petróleo. El Fondo recibe menos asignaciones cuando el Gobierno tiene mayores gastos, o cuando los ingresos fiscales de las actividades no petroleras son menores. Los ahorros netos en el Fondo dependen de las decisiones de gasto que realizan el Gobierno y el Parlamento. Una adecuada gestión del Fondo presume una política fiscal sólida. El Fondo de Pensiones no constituye, en modo alguno, un sustituto de una gestión fiscal adecuada sino una herramienta que sirve para potenciar su desempeño.

### El Mecanismo del Fondo como parte integral de la política fiscal



Fuente: Skancke (2008a).

En lo que concierne a la estructura de gobernabilidad del Fondo, existe una clara división entre las responsabilidades que competen a las autoridades políticas y a la gerencia operativa. El Ministerio de Finanzas es el dueño oficial del Fondo, pero todos los cambios significativos en la estrategia de inversión de este deben ser aprobados por el Parlamento, previa implementación, con el propósito de garantizar un amplio apoyo político.

El Ministerio elabora la estrategia de inversión del Fondo al fijar un marco de referencia claramente definido y transparente con un límite de riesgos. Dentro de estos límites, se delega toda la gestión operativa a Norges Bank. El Banco administra una parte de los fondos a nivel interno y el remanente lo manejan administradores externos que contrata el Banco sobre una base comercial.

\* Basado en los comentarios de Martin Skancke elaborados para el Taller de la CAF sobre FSR que se celebró en Londres, en febrero de 2008, y en la Declaración de Martin Skancke ante el Subcomité de Política Monetaria Nacional e Internacional, Comercio y Tecnología, y el Subcomité de Mercados de Capital, Aseguramiento, y Empresas auspiciadas por el Gobierno de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos. Marzo de 2008.

\*\*N. d T. por sus siglas en inglés (*annual expected real rate of return*).

### Temas de debate

- ¿En qué medida son los FSR responsables de perpetuar el llamado “exceso de ahorro” y de contribuir a los desequilibrios internacionales? ¿Los FSR desempeñan un papel significativo en la actual crisis financiera? Las inversiones de los FSR, ¿alimentan la subida actual del precio del petróleo?

- ¿Cuáles son las políticas subyacentes que estimulan la acumulación de activos extranjeros en las economías emergentes? ¿Permitirán las economías asiáticas un ajuste en sus tipos de cambio? ¿Limitará esto la acumulación de reservas en las economías emergentes asiáticas?
- ¿Cómo puede mitigarse el riesgo de proteccionismo financiero frente al aumento de las tenencias de activos soberanos extranjeros?
- Una sólida gobernabilidad corporativa es fundamental para el buen desempeño de los FSR, sobre todo en los países de origen; pero, ¿tendrán los “códigos de conducta”, diseñados por los países receptores, buena acogida en los países de origen? ¿Cuál es la mejor manera de lograr que los FSR sigan buenas prácticas de gestión?
- ¿Cómo puede conciliarse la necesidad de transparencia con el nivel de confidencialidad requerido para invertir en los mercados de capital?
- ¿Es deseable tener un FSR únicamente en el caso de un país con una deuda pública y una deuda de pensiones bajas? ¿Cuáles son los costos de oportunidad que enfrentan los responsables de política a este respecto?
- ¿Qué papel ha desempeñado el sector privado en la gestión de algunos de los FSR? ¿Cuáles son las ventajas y las desventajas para los países de origen de contratar una gestión externa?

### Referencias bibliográficas

- Aizenman, R. y Glick, R. (2007). Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 38. San Francisco: FRBSF.
- Al Sa’ad, B. (2008). Overview on the Kuwait Investment Authority and Issues Related to Sovereign Wealth Funds. Discurso de apertura de la *1st Luxembourg Foreign Trade Conference*. Abril de 2008, Luxemburgo.
- Ansell, N. (2008). Sovereign Wealth Funds. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.

- Buiter, W. (2007). *Lessons from the 2007 Financial Crisis*. Documento previo a la presentación ante el Comité del Tesoro del Reino Unido. Noviembre de 2007, Londres, Reino Unido.
- Caballero, R. (2008). *Vulnerabilidad Externa de la Macroeconomía Colombiana*. Informe elaborado para el Banco de la República y auspiciado por la CAF.
- Elson, A. (2008). The Sovereign Wealth Funds of Singapore. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.
- Farrell, D. y Lund, S. (2007). The World's New Financial Power Brokers. *The McKinsey Quarterly*. Diciembre de 2007.
- Gieve, J. (2008). Sovereign wealth funds and global imbalances. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.
- Griffith-Jones, S. y Ocampo, J.A. (2008). Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.
- Jen, S. (2007). How Big Could Sovereign Funds Be by 2015. *Morgan Stanley Global Economic Forum Report*. 4 de mayo de 2007.
- Jul, A. M. (2008). Comments on the Management of the Norwegian Government Pension Fund Paper by Martin Skancke. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.

- Kern, S. (2007). *Sovereign Wealth Funds-State Investment on the Rise* (Serie Current Issues). 10 de septiembre de 2007. Frankfurt am Main: Deutsche Bank Research.
- Lowery, C. (2007). *Remarks on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*. Departamento del Tesoro de los EEUU. 21 de junio de 2007.
- Patelis, A. (2007). *More on Sovereign Wealth Funds. Economic Analysis*. Merrill Lynch.
- Reinhart, C. y Reinhart, V. (2008). *Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence*. (NBER Working Paper 13842). Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Summers, L. (2007). Funds that Shake Capitalist Logic. Financial Times. 30 de julio de 2007.
- Thoma, M. (2008). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*. Economist's View Blog.
- Truman, E. (2007). *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*. (Policy Brief Número PB07-6). Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. (2008). *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*. (Policy Brief Número PB08-3). Washington DC: Peterson Institute.
- Skandck, M. (2008a). *Management of the Norwegian Government Pension Fund*. Documento elaborado para el *Taller de la CAF sobre Fondos Soberanos de Riqueza*. Febrero de 2008, Londres, Reino Unido.

Skandke, M. (2008b). Declaración en la audiencia *Foreign Government Investment in the U.S. Economy and Financial Sector* ante el Subcomité de Política Monetaria Nacional e Internacional, Comercio y Tecnología y el Subcomité de Mercados Capitales, Seguros y Empresas patrocinadas por el Gobierno, del Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de EEUU. 5 de marzo de 2008, Washington DC, EEUU.

# Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas para los países en desarrollo

Stephany Griffith-Jones y  
José Antonio Ocampo\*

## 1. Introducción

Pese a que los Fondos Soberanos de Riqueza (FSR) no son un fenómeno reciente, éstos han adquirido una alta notoriedad en los debates públicos en los últimos años, especialmente por su importante participación como agentes de inversión en los mercados financieros mundiales. El crecimiento de estos fondos forma parte de un proceso, cada vez mayor, de acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo, el cual incluye las reservas de divisas acumuladas durante el auge que experimentaron estos países, especialmente en las últimas décadas. Esto último ha sido el resultado tanto del incremento de las exportaciones (en parte, debido a los precios elevados de los productos básicos, y en especial, de los minerales) como de los flujos de capital pro-cíclicos.

Este capítulo analiza la naturaleza de dichos fondos y las consecuencias de sus acciones para la economía mundial. En este sentido, su estructura está dividida en seis secciones, la primera de las cuales es la Introducción. En la segunda sección, se ahonda sobre la evolución de los activos en divisas en los países en desarrollo; la relativa importancia que tienen las cuentas corrientes frente a las cuentas de capital y también algunas categorías de FSR. En la tercera sección, analizamos la creciente literatura referida a los determinantes de la acumulación de reservas en los países en desarrollo, haciendo especial hincapié en dos motivaciones: las motivaciones de competitividad y las motivaciones de protección o autoaseguramiento. Adicionalmente, se examina brevemente parte de la bibliografía sobre el nivel óptimo de reservas.

En la cuarta sección, se desarrolla un marco más amplio para el análisis de los factores que motivan la acumulación de activos en divisas y se hace una clara distinción entre el papel que desempeñan las cuentas corrientes y de capital, y el de los determinantes cíclicos y estructurales clave de dichas cuentas. Asimismo, se analizan algunos temas de economía política relativos a la naturaleza y gestión de dichos fondos. En la quinta sección, se analizan las consecuencias

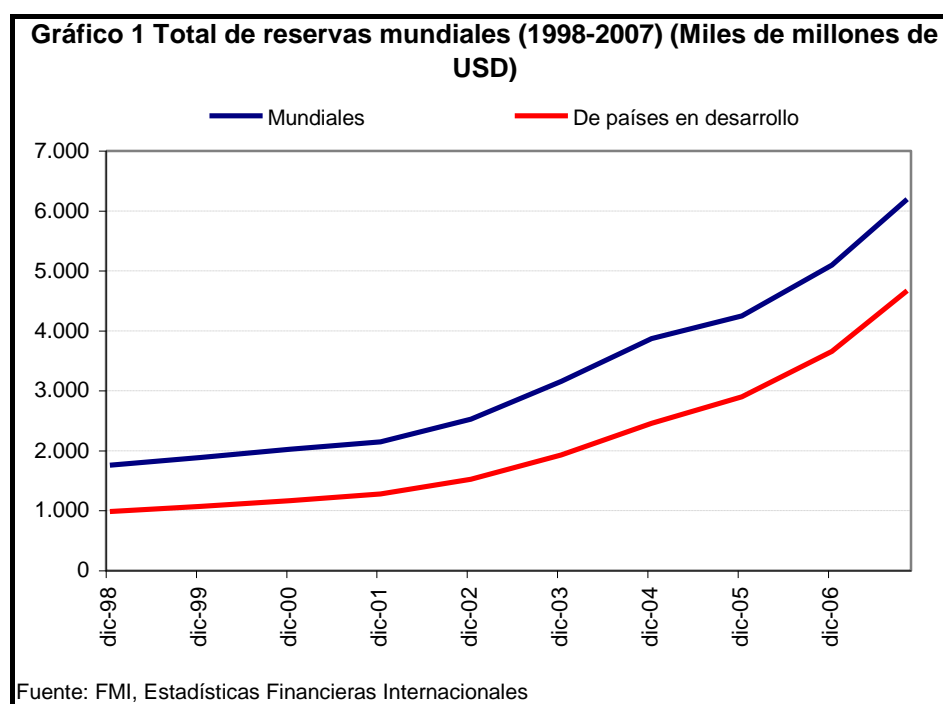
---

\* Director Ejecutivo de *Initiative for Policy Dialogue*, Universidad de Columbia; Catedrático y Copresidente de *Initiative for Policy Dialogue*, Universidad de Columbia, respectivamente ([www.policydialogue.org](http://www.policydialogue.org)). Este trabajo se elaboró para la Cooperación Andina de Fomento y se presentó en el Taller sobre Fondos Soberanos de Riqueza en Londres, Reino Unido, el 18 de febrero de 2008. Agradecemos a Pietro Calice por su apoyo en la elaboración del anteproyecto de este trabajo, y a Carmen Seekatz por su invaluable asistencia de investigación. Agradecemos a Jedediah Micka y a Shruti Pant por su asistencia administrativa.

sistémicas del análisis de las arquitecturas financieras a nivel mundial y regional. Finalmente, la sexta sección presenta algunas conclusiones.

## 2. La acumulación de reservas de divisas y el auge de los FSR

Una característica notable del sistema financiero internacional en la última década ha sido la rápida acumulación mundial de reservas de divisas por parte de los países en desarrollo. Según cifras del FMI, entre diciembre de 2001 y octubre de 2007, las reservas mundiales se triplicaron, ascendiendo de USD 2,1 billones a USD 6,2 billones. La mayor parte de este aumento se ha concentrado en los países en desarrollo que representaron más del 80% de la acumulación mundial de reservas durante este período alcanzando los USD 5 billones a finales de 2007 (Véase el Gráfico 1).

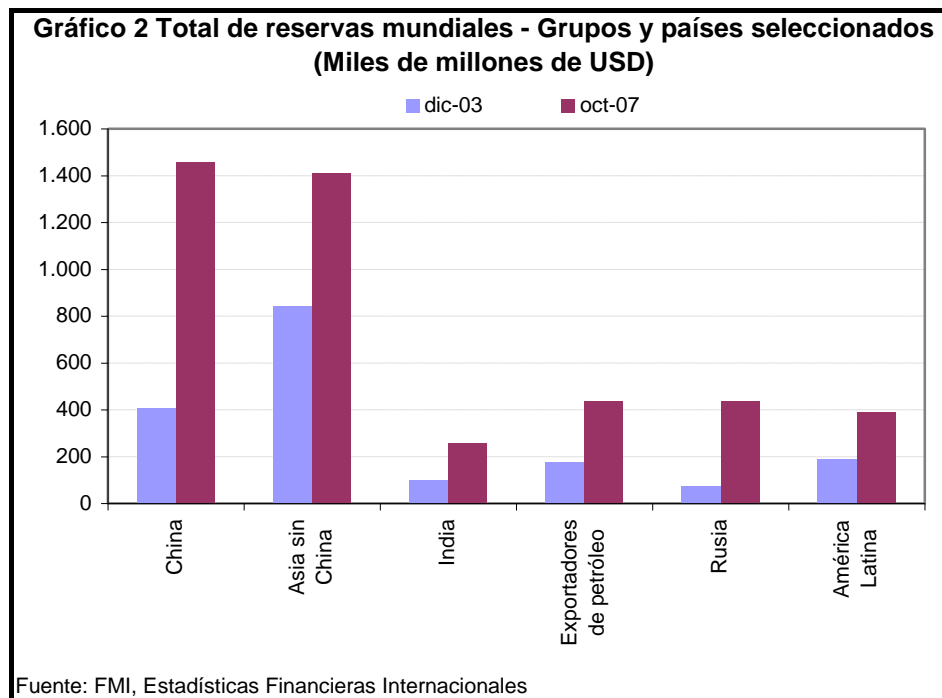


El aumento de reservas ha sido considerable en los últimos años. El grueso de estos incrementos lo han acumulado tanto las economías asiáticas impulsadas por las exportaciones (China, India y los países productores de productos básicos), como los países exportadores de petróleo del Medio Oriente.

Entre diciembre de 2003 y octubre de 2007, el aumento de reservas de divisas del continente asiático fue de USD 1,6 billones. Japón, China e India representaron el 75% de este incremento. Los países productores de petróleo también han acumulado reservas de divisas a pasos agigantados. A finales de octubre de 2007, tuvieron reservas suplementarias que ascendieron a USD 430 mil millones, un aumento dos veces y medio superior comparado con el obtenido



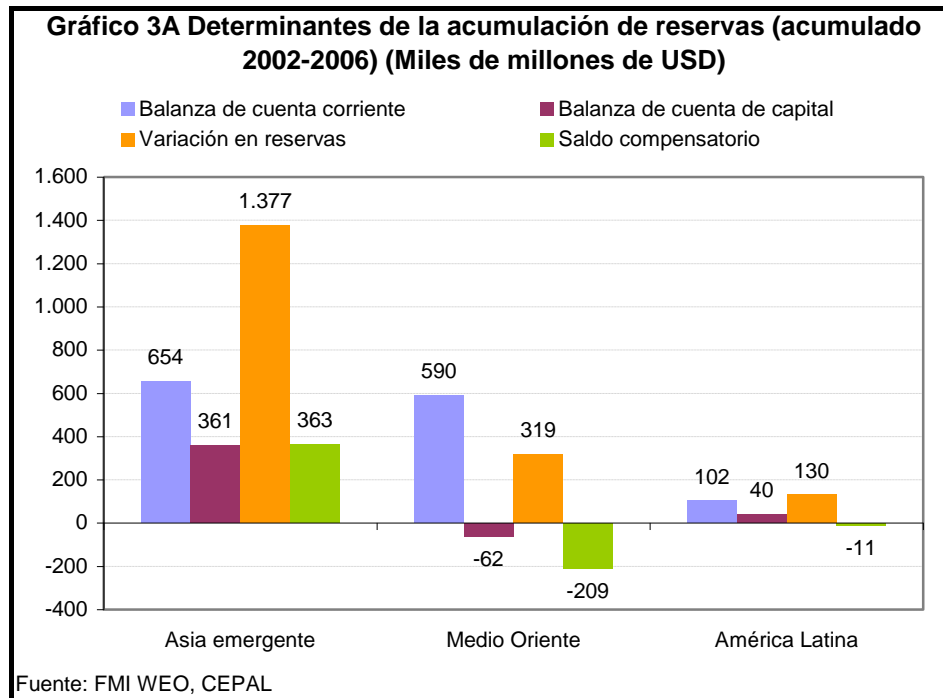
cinco años atrás (como se mencionará en líneas posteriores, se debe agregar a esta cifra las cantidades que colocaron estos países en FSR, las cuales se registran por separado). En conjunto, China, India y los países exportadores de petróleo representaron más de la mitad de la variación en las reservas internacionales a nivel mundial. América Latina también se ha sumado a esta tendencia, duplicando prácticamente sus reservas internacionales durante este período (Véase el Gráfico 2).



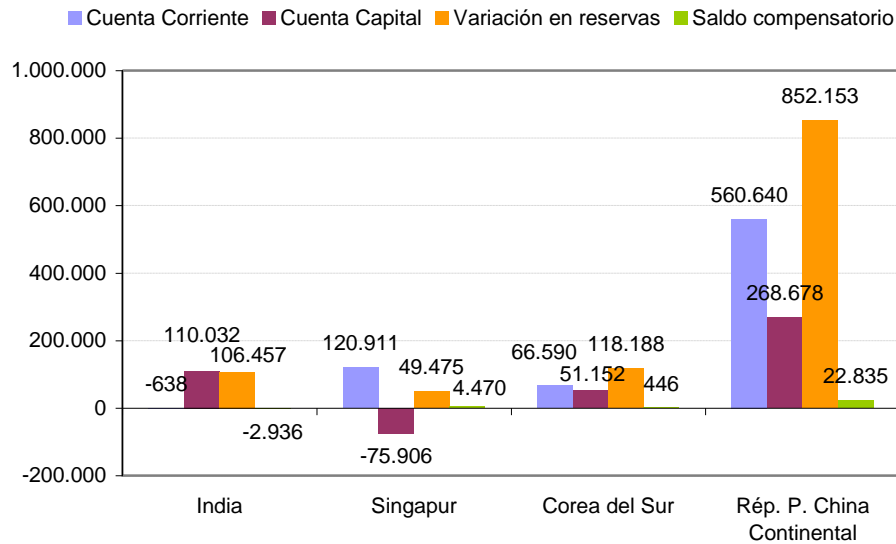
¿Qué es lo que ha provocado estos acontecimientos? En términos más amplios, y para comprender estos movimientos, es importante hacer una distinción entre la contribución que hace a la acumulación de reservas tanto la cuenta corriente como la cuenta de capital.

Si nos centramos en tres regiones, los países en desarrollo del continente asiático, el Medio Oriente y América Latina (Véase el Gráfico 3.A), se puede observar que en todas estas regiones se transfirió una importante cantidad neta de recursos hacia el resto del mundo entre 2002 y 2006. El resultado de esto ha sido un fuerte incremento en las reservas como consecuencia de los superávits de las cuentas corrientes. Sin embargo, las tendencias regionales muestran marcadas diferencias a nivel nacional. Mientras que China y Singapur obtuvieron una transferencia neta de recursos estimulada por una tendencia alcista de los superávits de sus cuentas corrientes, India, por el contrario, “pidió prestado” reservas, ya que la contraparte de su acumulación de reservas se explica por el incremento de los flujos netos de capital.(Véase el Gráfico 3.B).

También en América Latina hay diferencias considerables. Mientras que Venezuela y Argentina han seguido un patrón similar al de China y Singapur, es decir, han acumulado reservas fundamentalmente como resultado de los superávits de sus cuentas corrientes, en México y Colombia este proceso ha sido el resultado de un financiamiento externo neto (Véase el Gráfico 3.C). Obsérvese, sin embargo, que en varios casos con la acumulación de activos soberanos externos, muchos de los cuales son FSR, se tiende a subestimar la importancia de los flujos de capital como fuente de acumulación de reservas, ya que se considera dicha acumulación como una contribución negativa para la cuenta de capital. Este es el caso de Singapur y Venezuela y, en menor medida, el de Chile.

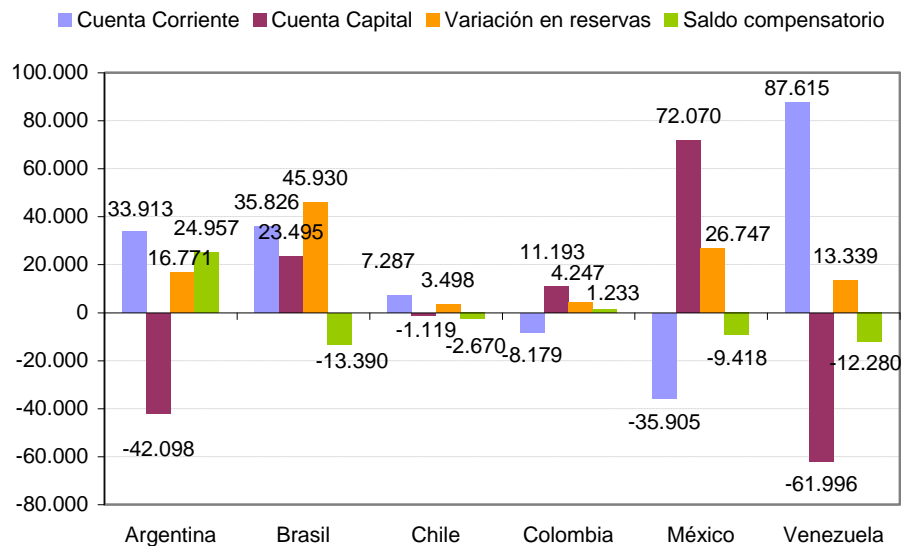


**Gráfico 3B Determinantes de la acumulación de reservas (acumulado 2002-2006) (Millones de USD)**



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

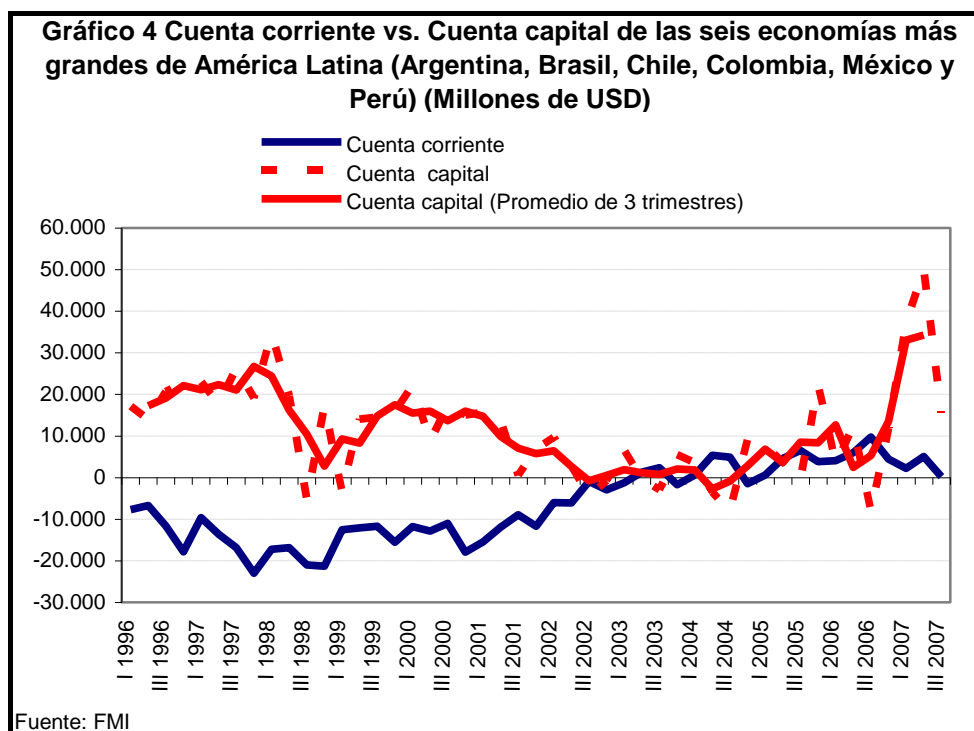
**Gráfico 3C Determinantes de la acumulación de reservas (acumulado 2002-2006) (Millones de USD)**



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Adicionalmente, la importancia relativa que se ha atribuido al saldo de la cuenta corriente frente al saldo de la cuenta de capital ha cambiado en el tiempo, especialmente en América Latina. El Gráfico 4 muestra claramente que, si bien en sus inicios la acumulación de reservas se debió en buena parte a superávits en la cuenta corriente, la cuenta de capital desempeñó un papel preponderante durante los dos períodos de “exuberancia” de los flujos de capital identificados por Ocampo (2007): entre mediados de 2004 al primer trimestre de 2006 y, entre

mediados de 2006 y mediados de 2007. El segundo período fue particularmente dinámico en términos de flujos de capital y de acumulación de reservas internacionales. De hecho, tres quintas partes de las reservas acumuladas desde el primer trimestre de 2004 fueron el resultado de los flujos de capital en alza durante este segundo período de “exuberancia”. Es más, si no se toma en cuenta a Venezuela, América Latina dejó de tener un superávit en la cuenta corriente en 2007.



La acumulación de reservas en los últimos años no tiene parangón en la historia reciente, sin embargo, no revela toda la información tras ella. En realidad, el monto total de USD 6,2 billones subestima el incremento real de los activos en divisas. Esto se debe a que buena parte de esos activos se han acumulado en FSR en diferentes mercados del mundo; fondos que por lo general se manejan de manera autónoma y no bajo una gestión tradicional de reservas por parte de los bancos centrales y/o ministerios de Economía o Finanzas. Es difícil calcular las inversiones oficiales que manejan los FSR debido a la falta de información. Incluso en algunos casos, puede haber doble conteo (Truman, 2007). Sin embargo, según una investigación reciente de *Morgan Stanley* y *Standard Chartered*, se estima que en el mundo los FSR poseen aproximadamente USD 3 billones en activos internacionales administrados, monto que equivale al 50% de las tenencias oficiales de reservas (Véase el Cuadro 1). Para tener un punto de comparación, en 1990 (Johnson, 2007) estas reservas oficiales alcanzaban los USD 500 mil millones. Dichos activos en FSR son generalmente adicionales a las reservas de divisas que poseen los países.

**Cuadro 1 Volumen estimado de los principales Fondos Soberanos de Riqueza**

Pais	Nombre del Fondo	Activos (Miles de millones de USD)	Año de creación	Fuente de los fondos
EAU	Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi	875	1976	Petróleo
Noruega	Fondo de Pensiones del Gobierno	380	1996	Petróleo
Singapur	Corporación de Inversiones del Gobierno	330	1981	No de materias primas
Arabia Saudita	Fondos saudíes (Varios)	300	n.a.	Petróleo
Kuwait	Autoridad de Inversiones de Kuwait	250	1953	Petróleo
China	Corporación de Inversiones de China	200	2007	No de materias primas
Singapur	Participaciones Temasek	159,2	1974	No de materias primas
Rusia	Fondo de Estabilización	127	2004	Petróleo
Australia	Fondo del Futuro	54	2006	No de materias primas
Qatar	Autoridad de Inversiones de Qatar	50	2005	Petróleo
Libia	Fondo Petrolero de Reserva	50	2005	Petróleo
Algeria	Fondo de Regulación de Ingresos	42,6	2000	Petróleo
EEUU (Alaska)	Corporación Fondo Permanente	38	1976	Petróleo
Brunei	Fondo de Reserva General de Brunei	30	1983	Petróleo
Corea del Sur	Corporación de Inversiones de Corea	20	2005	No de materias primas
Malasia	Khazanah Nasional	18	1993	No de materias primas
Kazajstán	Fondo Nacional de Kazajstán	18	2000	Petróleo
Canadá	Fondo de Patrimonio de Alberta	16	1976	Petróleo
Taiwán	Fondo Nacional de Estabilización	15,2	n.a.	No de materias primas
Venezuela	Fondo Nacional de Desarrollo	15	2005	Petróleo
Irán	Fondo Petrolero de Estabilización	13	1999	Petróleo
Nueva Zelanda	Fondo de Pensiones de Jubilación	11	2001	No de materias primas
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	9,8	2006	Cobre
EAU	Istithmar	8	2003	Petróleo
Omán	Fondo General de Reserva del Estado	6	n.a.	Petróleo
EAU	Capital Internacional de Dubai	6	2004	Petróleo
Bahrein	Desconocido	6	1980	Petróleo
Chile	Fondo de Reserva de Pensiones	1,4	2006	Cobre
	Total	3049,2		

Fuente: Morgan Stanley; Standard Chartered

En realidad, ambos fenómenos están interrelacionados. Aizenman y Glick (2007) han identificado dos razones principales que explican la reciente acumulación de activos extranjeros en FSR. La primera es el reciente auge de los precios de los productos básicos, en especial del petróleo. A sabiendas del dispendio y las ineficiencias asociados al auge de la década de los setenta, los países productores han optado por ahorrar una parte de las ganancias actuales en FSR para hacer más uniforme su consumo a lo largo del tiempo y preservar el patrimonio de las generaciones futuras. Esto explica claramente el crecimiento exponencial de los FSR en los últimos años, en especial los de los países productores de petróleo, los cuales representan aproximadamente las tres cuartas partes de la totalidad de los activos administrados por estos fondos. A finales de octubre de 2007, los países exportadores de petróleo administraron unos USD 2,2 billones en FSR, de los cuales, aproximadamente USD 1,5 billones están vinculados a los países del Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo, y “con el precio del petróleo a USD 90 o más, es difícil sobreestimar el volumen que tendrán los fondos del Golfo en el futuro, así como el impacto que tendrán estos en el mercado” (Setser y Ziemba, 2007). Esto es aún más relevante en vista de los actuales mayores precios del petróleo y sus perspectivas alcistas.

La segunda razón que explica el desarrollo de los FSR que señalan Aizenman y Glick (2007) es la acumulación de activos internacionales por parte de los países que exportan productos no básicos y que mantienen constantes superávits en su

cuenta corriente. Por motivos de precaución, algunos de estos países mantienen más reservas que las que realmente necesitan y han transferido parte de estas hacia vehículos especiales de inversión para maximizar sus retornos. Este es el caso de los países de Asia oriental, cuyos FSR combinados acumulan cerca de USD 740 mil millones, alcanzando así unos USD 2,2 billones en reservas de divisas.

Si bien los FSR han estado en los titulares de los diarios repetidas veces a lo largo de los últimos años, estos no son una novedad; menos aún en países donde abundan los recursos naturales. Los FSR han existido por lo menos desde la década de los cincuenta. En Kuwait se crearon en el año 1953, y en Kiribati, país insular del Pacífico, se crearon tres años después (Economist, 2008). En la década de los setenta, muchos países exportadores de petróleo, en particular del Medio Oriente, hicieron lo mismo y crearon sus FSR. Desde hace poco, estos fondos han cobrado gran importancia, a la vez que lo han hecho los elevados excedentes de la cuenta corriente que manejan tanto los países en desarrollo con productos básicos, como también los países exportadores de productos no genéricos, en especial, Asia oriental. Según algunas estimaciones, es probable que los FSR aumenten hasta alcanzar entre USD 10 y USD 12 billones en los próximos cinco a siete años (Johnson, 2007).

No existe una definición universal de FSR o alguna definición comúnmente aceptada. Sin embargo, se les puede definir como vehículos de inversión especiales que son propiedad del gobierno, financiados por los excedentes de divisas, manejados de manera separada de las reservas oficiales (Lowery, 2007) y que invierten con una perspectiva de acumulación (FMI, 2007). Una definición más restringida los define como los activos del gobierno que se manejan únicamente para incrementar el patrimonio de un Estado, dirigiendo sus inversiones a activos de alto riesgo y alto retorno (Kimmitt, 2008). Sobre la base de la fuente de financiamiento, los FSR pueden dividirse en fondos de productos básicos, que se crean con los ingresos procedentes de las exportaciones de dichos productos, y que por ende son gravados y de propiedad del estado; y en fondos de productos no genéricos (Lowery, 2007).

Según el objetivo del fondo, se pueden identificar dos categorías principales de FSR: los fondos de ahorro y los fondos de estabilización. Se espera que los fondos de ahorro sean fondos permanentes y, por lo general, se asocian a recursos naturales no renovables. Estos constituyen un almacenamiento patrimonial para generaciones futuras, con los cuales, dichas generaciones podrán beneficiarse después de que estos recursos se hayan agotado. Se sustentan en principios de teoría económica que suponen que una parte de los recursos no renovables debe ahorrarse para mantener un consumo uniforme en el tiempo, del mismo modo que los individuos ahorran, tanto para su jubilación como para dejarles una herencia a sus hijos.

Por su parte, un fondo de estabilización está diseñado para reducir el impacto que tienen los ingresos fiscales volátiles y/o las entradas de divisas vinculados al

patrón pro-cíclico de los precios o al volumen de las exportaciones. A menudo, los fondos de estabilización son considerados fondos de contingencia que acumulan recursos cuando los ingresos del gobierno o el precio de las exportaciones son elevados (superiores a un umbral) y pagan cuando dichos ingresos son bajos y no alcanzan a cubrir las necesidades presupuestales.

Una tercera categoría, que a veces se menciona por separado, (Davis *et al.*, 2003) es un fondo financiero, cuyo reglamento operativo está explícitamente diseñado para que absorba de modo eficaz un excedente presupuestario o para que financie un déficit presupuestario global. Ejemplo de ello es el Fondo noruego, en el que hay que transferir ingresos provenientes del presupuesto al fondo cuando hay un excedente presupuestario global. Si el presupuesto está en déficit, el fondo financia el desequilibrio.

Una cuarta categoría podría dar cabida a los fondos de desarrollo, los cuales asignan recursos para financiar proyectos socioeconómicos importantes, tales como infraestructura. Si adoptamos el supuesto de que los FSR invierten en el extranjero, dichos fondos para el desarrollo podrían, por ejemplo, invertir en infraestructura y otros proyectos en los países vecinos, probablemente beneficiando al país de origen con más comercio. Dicha inversión en infraestructura podría hacerse de forma bilateral o mediante la expansión de bancos de desarrollo a nivel regional y subregional.

En la práctica, los FSR cumplen diferentes propósitos según la fuente de financiamiento. Por ejemplo, Kimmitt (2008) señala que mientras los fondos basados en productos básicos tienden a tener objetivos múltiples y cambiantes, incluidos la estabilización de ingresos fiscales y la esterilización de los flujos de divisas, los fondos de productos no genéricos se usan con mayor frecuencia para realizar inversiones únicas cuando un país ha acumulado reservas que superan el nivel “óptimo”.

Los efectos conjuntos de la acumulación de reservas de divisas y el mayor número de FSR suscitan importantes cuestiones de política, tanto de índole nacional como internacional. A nivel nacional, los FSR plantean interrogantes fundamentales respecto al papel que desempeñan para lograr las metas de política macroeconómica y los criterios para la asignación de recursos. A nivel internacional, hay inquietud sobre el impacto que tiene la asignación de los activos y las inversiones estratégicas en la estabilidad financiera internacional. El primer caso ha sido investigado recientemente por Le Borgne y Medas (2007) en países insulares muy pequeños del Pacífico. Los autores sostienen que si los FSR están bien diseñados y se integran bien al presupuesto general, pueden ser instrumentos útiles que sustenten un marco fiscal sólido. Los impactos a nivel internacional, es decir, las consecuencias para la estabilidad financiera internacional, han suscitado mucho mayor interés (Ver por ejemplo: Devlin y Brummitt, 2007; Lowery, 2007; Truman, 2007). Las secciones tercera y cuarta abordan el primer caso, y la quinta sección, el segundo.

### 3. ¿En qué se sustenta la acumulación de reservas?

La acumulación de reservas de divisas por parte de los países en desarrollo ha dado lugar a una considerable bibliografía que intenta explicar la lógica tras dicha acumulación. Esta lógica a menudo se encuentra en algunas de las siguientes dos explicaciones: las motivaciones tras la “competitividad” (o, en términos más peyorativos, “mercantilistas”) y las motivaciones de protección o “auto aseguramiento”.

La primera se comenta en la obra publicada sobre la “segunda Bretton Woods” (Véase Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003). Esta corriente de pensamiento sostiene que los esfuerzos realizados por los países asiáticos para mantener o fomentar la competitividad en la exportación, en el marco de un modelo de crecimiento económico impulsado por las exportaciones, los ha llevado a tener excedentes en la cuenta corriente, cuya principal contrapartida es el déficit estadounidense. Bajo esta perspectiva, los beneficios económicos de tipos de cambio estables y débiles superan, en el caso de los países asiáticos, los costos de acumulación de reservas. A su vez, la acumulación persistente de reservas de dólares por parte de los bancos centrales permite a los Estados Unidos contar con la demanda nacional para estimular su crecimiento económico.

Asimismo, la falta de mecanismos de coordinación entre las economías puede haber contribuido a que los países de Asia oriental hayan realizado intervenciones competitivas en el mercado de divisas. En este sentido, hace unos años, Sakakibara (2003) argumentó a favor de una cooperación financiera entre las economías de Asia oriental. Un principal obstáculo es que las intervenciones competitivas reducen los beneficios de las intervenciones en los mercados de divisas para cada país, transformando una política de “devaluaciones para incrementar la competitividad” (es decir, un incremento de la competitividad respecto de los países vecinos) en una política de acumulación de reservas (es decir, una acumulación costosa de una cantidad excesiva de reservas). Estos son los beneficios potenciales de una cooperación.

Pese a que las motivaciones de “competitividad” para la acumulación de divisas, así como la ausencia de mecanismos adecuados de coordinación para las políticas de tipo de cambio en las economías impulsadas por la exportación, la literatura recientemente publicada, se expresa a favor del “auto aseguramiento” como la principal motivación tras la acumulación de reservas de divisas.

En realidad, hay evidencia clara que señala que la gran acumulación de reservas de divisas en los países en desarrollo empezó luego de una serie de graves y costosas crisis, especialmente la asiática. Por lo tanto, cada país respondió en forma racional para auto asegurarse contra los riesgos de una



integración financiera profunda y, en particular, de la creciente inestabilidad financiera. Para muchos países, reducir tales riesgos también incluía evitar los programas del FMI y su asociada condicionalidad, la cual, para muchos y en especial para los países de Asia oriental, ha interferido extremadamente en la autonomía de las políticas nacionales.

Asimismo, en la literatura publicada sobre este tema se ha concluido que los riesgos asociados a una integración financiera son más elevados que los que se habían considerado como serios hasta ahora. En especial, la motivación para el auto aseguramiento contra las crisis supera la regla Greenspan-Guidotti que sostiene que los países deberían mantener las reservas de divisas al menos equivalentes a sus pasivos de corto plazo, ya que los riesgos asociados a la liberalización de la cuenta de capital son mayores que los que genera la volatilidad de los flujos de capital de corto plazo. Además, se debe hacer hincapié en que la inestabilidad, real o potencial que esto conlleva, no sólo proviene de los flujos de capital extranjeros, sino también de agentes financieros y no financieros a nivel nacional que acarrear fugas de capital durante las crisis y repatriación de flujos durante los auges.

Por lo tanto, es probable que la consiguiente demanda precautoria exija que una parte de la totalidad de los pasivos externos se mantenga en reservas, y que esa parte aumente cuanto más abierta sea la cuenta de capital (Ocampo, 2007/2008; Wyplosz, 2007). En cualquier caso, ambos puntos de vista pueden conciliarse si se reconoce que dicha demanda precautoria es mayor si la proporción de flujos de corto plazo, o más fácilmente reversibles, es a su vez mayor.

Al parecer, esta conclusión es coherente con la práctica de los países en desarrollo. En un meticuloso trabajo de investigación empírica, Obstfeld y Taylor (2007) muestran una correlación estadísticamente sólida y económicamente importante de los niveles de reservas con la apertura financiera y el desarrollo financiero (representado por la proporción M2/PIB), con esta última variable en aumento desde la década de los noventa y especialmente desde la crisis asiática. Si bien también encuentran que otras variables tienen efectos, tales como la política de tipos de cambio y la apertura comercial (pero, curiosamente, no la deuda de corto plazo), los autores hacen hincapié en que la clave para entender la evolución de las reservas, especialmente de los últimos años, es la inclusión de medidas de apertura y desarrollo financiero en el análisis.

Por consiguiente, el alcance de la globalización financiera en los países en desarrollo, que se refleja en una mayor apertura financiera así como en el crecimiento de los sistemas bancarios y de los mercados financieros, explica gran parte del incremento de reservas en los países. No deja de ser interesante que este punto de vista sea de una larga tradición en la política económica. El economista británico Henry Thornton sostuvo en 1802 que las reservas no sólo eran importantes para hacer frente a las fluctuaciones en la balanza comercial sino también para prevenir o para responder a las “fugas” que podrían ocurrir en

el sistema bancario durante los períodos de nerviosismo en el mercado, los cuales podían ocasionar lo que hoy se conoce como fuga de capitales.

Un planteamiento importante e interesante que presentan Aizenmann (2007) y Rodrik (2006), entre otros, es por qué los países en desarrollo, para protegerse de la inestabilidad financiera, incrementaron las reservas en vez de reducir la integración financiera, al estipular por ejemplo, normas prudenciales que regulasen las cuentas de capital. En realidad como sostiene Ocampo (2007/2008), el “auto aseguramiento” y los costos que este conlleva, en cierto modo desbaratan la lógica tras los flujos de capital que en principio consiste en transferir recursos de los países ricos a países pobres. También implica que la justificación de la liberalización de la cuenta de capital como medio para diversificar riesgos es simplemente insuficiente.

Optar por el auto aseguramiento en lugar de flujos internacionales de capital (que a veces son caprichosos) no deja de ser complejo según una amplia bibliografía, incluida la obra publicada del FMI (Véase, por ejemplo, Prasad *et al.*, 2003 y Rajan, 2007), cuyas pruebas empíricas indican que los costos de las crisis financieras han sido muy elevados, mientras que las ganancias obtenidas gracias a la integración financiera no han alcanzado los niveles esperados debido a que los flujos de capital no tienden a hacer uniforme el consumo en los países emergentes, tal como se había previsto en los marcos teóricos clásicos. La escogencia es compleja también porque la acumulación paralela de reservas y de pasivos externos que conlleva el “auto aseguramiento” genera dos tipos de costos. En primer lugar, supone que los pasivos costosos tengan como contrapartida activos con rendimientos más bajos. En segundo lugar, puede forzar a las autoridades a esterilizar las reservas acumuladas para evitar una expansión excesiva de masa monetaria, aunque tal medida acarrea costos cuasi fiscales, en especial en los países con elevadas tasas de interés domésticas.

Con relación a lo anterior, cabe recordar que los países que han liberalizado sus cuentas de capital con menor o mayor lentitud, por ejemplo India y China, o que han introducido normas precautorias para las cuentas de capital, tales como Chile y Malasia, han estado menos expuestos a las crisis y a sus extendidos costos. En consecuencia, las normas prudenciales que regulan las cuentas de capital podrían reducir los costos de auto aseguramiento. También es probable que existan otras formas menos costosas de auto aseguramiento. Por ejemplo, el uso de técnicas de cobertura para neutralizar la potencial volatilidad de la relación de intercambio, así como la tendencia a la volatilidad de los flujos de capital que acentúan los cambios pro-cíclicos para la disponibilidad de divisas. Otro ejemplo podría ser el uso de nuevos instrumentos contra-cíclicos de deuda externa para préstamos externos, tales como los bonos asociados al PIB, que podrían reducir el servicio de la deuda en tiempos difíciles e incrementarlo en momentos de estabilidad y abundancia.

Como sostiene Rodrik (2006), una de las razones por la cuales los países incrementaron sus reservas de divisas y no disminuyeron su exposición externa

usando normas prudenciales que regularan las cuentas de capital, podría explicarse por el hecho de que el control sobre los flujos de capital de corto plazo afecta poderosos intereses financieros. Al parecer, otra explicación parcial es que la integración financiera se vincula, o se percibe que se vincula, a la integración comercial. La tercera explicación, y quizá la más importante, es la idea de que es difícil disminuir de manera significativa la vulnerabilidad a las salidas masivas de capital en el actual sistema financiero internacional. Estas salidas de capital pueden abarcar no sólo deudas de corto plazo, sino también salidas de capital como resultado de las decisiones tomadas por los inversionistas de “largo plazo”, tales como las inversiones extranjeras directas (IED) que buscan cubrir su posición con derivados en forma pro-cíclica (Dodd y Griffith-Jones, 2007). Los inversionistas extranjeros podrían valerse también de prácticas más tradicionales con efectos similares que puedan haberse potenciado en los últimos años, como por ejemplo, sustituir las deudas nacionales por deudas extranjeras de corto plazo o viceversa, dependiendo de las expectativas de los tipos de cambio. Las salidas de capital puramente especulativas (por ejemplo, *carry trade*<sup>9</sup>), sobre todo en instrumentos que no son transparentes y que, por lo general, no están regulados (derivados extra-bursátiles), añaden más factores de capacidad pro-cíclica a los flujos de capital y a los tipos de cambio difícilmente manejables a nivel nacional. Como se ha observado, la fuga de capital y la repatriación de capital por agentes nacionales se suman a dicho comportamiento pro-cíclico.

Curiosamente, la actual turbulencia en los países desarrollados podría originar normas en los países ricos y a nivel mundial que permitan un mayor control de los flujos especulativos que entran y salen de los países en desarrollo, y por consiguiente, mermar la necesidad de acumular reservas con fines de auto aseguramiento. Es fundamental que los países en desarrollo participen activamente en el debate sobre las regulaciones luego de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y que monitoreen cuidadosamente sus resultados así como las consecuencias que puedan tener sobre sus propias normas.

Ambas motivaciones para la acumulación de reservas de divisas en los países en desarrollo se asocian al intento de mitigar la volatilidad de los tipos de cambio que ocasionan los *shocks* en los términos de intercambio y la vulnerabilidad derivada de la apertura financiera. Aizenmann y Riera-Crichton (2006) concluyeron que la acumulación de reservas de divisas mitiga los efectos de los tipos de cambio reales frente a los *shocks* que se puedan presentar en los términos de intercambio y que esta mitigación es crucial para los exportadores de recursos naturales.

---

<sup>9</sup> Nota del traductor: Una estrategia de inversión en la que se vende una divisa a una tasa de interés relativamente baja para con los fondos comprar otra divisa con una tasa de interés más elevada.

En promedio, la dependencia de los recursos naturales duplica, tanto el impacto que tienen los *shocks* en los términos de intercambio sobre el tipo de cambio real, como la mitigación asociada a la acumulación de reservas de divisas. Esto es fundamental para los países en desarrollo ya que cada vez hay más pruebas empíricas que confirman que mitigar la volatilidad del tipo de cambio real aumenta el crecimiento económico. Aghion *et al.* (2006), por ejemplo, proveen pruebas empíricas que confirman que la volatilidad del tipo de cambio reduce el crecimiento económico. Además, un mayor volumen de reservas internacionales en relación al PIB aumenta la capacidad de suavizar los ajustes a los *shocks*, lo cual es óptimo en una economía abierta y en el marco de una hipótesis de ingresos permanentes.

También se está desarrollando una literatura que intenta hacer un modelo sobre el nivel “óptimo” de reservas. Tal vez el más interesante es el que han elaborado Jeanne y Ranciere (2006). Este tiene quizá una limitación desde nuestro punto de vista, y es que se centra en la reversión abrupta de los flujos de capitales (*sudden stops*); sin embargo, se ha demostrado que la probabilidad de un *sudden stop* aumenta según el grado de integración financiera internacional, lo que hace que el modelo sea coherente con nuestro análisis.

La fórmula de Jeanne y Ranciere calcula mayores niveles óptimos de reservas cuanto más alto sea el costo en términos de producción de un *sudden stop*; cuanto más alta sea la probabilidad de dicho *sudden stop* más bajo será el costo de mantener las reservas y mayor será la aversión al riesgo. Por consiguiente, es más completa que la regla Greenspan-Guidotti, lo cual podría explicar por qué el modelo Jeanne y Ranciere parece predecir mejor el nivel adecuado de reservas.

Los cálculos de niveles óptimos de reservas regionales desde los años noventa, elaborados por Jeanne y Ranciere, muestran que los niveles reales de reservas se asemejan mucho a dichos niveles óptimos para América Latina. Esto también sucedió en el continente asiático hasta 1997. Sin embargo, las estimaciones de estos autores, así como las de Obstfeld y Taylor (2007), muestran que la acumulación de reservas en los países asiáticos desde finales de la década de los noventa, pero especialmente desde 2004, parece excesiva. Una explicación podría ser que la probabilidad de una crisis financiera profunda, que aun siendo pequeña conllevaría efectos desfavorables, resulte en una actitud extremadamente cauta por parte de los países en desarrollo llevándolos a mantener un exceso en sus niveles de reservas, con el fin de evitar dicha crisis (Noyer, 2007). En línea con lo que se ha mencionado al inicio de esta sección, podría estar existiendo un problema en la coordinación entre los países que siguen un modelo de una economía impulsada por la exportación.

También es cierto que los países con costos de esterilización más bajos (vinculados, a su vez, a tasas de interés más bajas, a menudo asociadas a cierto nivel de represión financiera como es el caso de China) podrían verse beneficiados por esta acumulación competitiva de reservas. Países como Corea

se verían en la obligación de acumular reservas con el propósito de evitar una mayor pérdida de competitividad. En el marco de una significativa dependencia comercial a nivel regional, se ha señalado que dicho comportamiento puede ocasionar tensiones comerciales entre los países. Esto último podría provocar un proteccionismo mayor, tanto a nivel regional como internacional.

No obstante, hay dos advertencias al respecto que podrían tomarse en consideración. En primer lugar, pese a que las bajas tasas de interés en China facilitan de manera significativa la acumulación de reservas de divisas mediante la reducción de costos para esterilizar dichas reservas, estas bajas tasas también disminuyen la rentabilidad de los bancos chinos (Yong, 2007). Paradójicamente, se ha debido usar parte de las reservas chinas para equilibrar los balances generales de estos bancos. Es más, una utilidad potencial que se puede dar a las reservas así como una justificación para una fuerte acumulación de las mismas es que se usen en el caso, poco probable pero a veces posible, de una importante corrida bancaria en la economía China.

#### **4. Un marco más amplio**

##### **A. Repaso de identidades útiles**

Pese a que la bibliografía sobre reservas de divisas que se ha mencionado anteriormente sirve para ilustrar los factores clave de la acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo, esta no basta para el análisis de FSR debido a dos razones principales. En primer lugar, no se hace una distinción clara entre la lógica asociada a la gestión de la cuenta corriente frente a los excedentes de la cuenta de capital, un tema crítico para los FSR tal como veremos más adelante. En segundo lugar, no se hace una distinción clara entre los factores cíclicos y estructurales, lo cual puede resultar en cualquiera de los dos tipos de excedentes. Un tema importante en el análisis de los factores cíclicos son las fluctuaciones en los precios de los productos básicos.

La importancia de distinguir la cuenta corriente de la cuenta de capital se percibe claramente cuando se hace un repaso sobre la identidad macroeconómica básica de una economía abierta:

$$(1) \quad \Delta R - \Delta F = X - M = S - I$$

En este caso,  $\Delta R$  representa la acumulación de reservas de divisas<sup>10</sup> (en este contexto podría incluirse también la acumulación de recursos en FSR);  $\Delta F$  son los flujos externos de capital,  $X - M$  es el superávit en la cuenta corriente, y  $S -$

---

<sup>10</sup> Lo expresamos con el signo "normal" (un  $\Delta R$  positivo es una acumulación de reservas de divisas) y no lo que aparece en la balanza de pagos contable, donde un  $\Delta R$  negativo representa una acumulación de reservas; la lógica que se aplica en este caso es, obviamente, que la acumulación de reservas absorbe el excedente de la balanza de pagos.

I, el superávit de ahorros. En la medida que la acumulación de reservas refleje únicamente un financiamiento externo adicional, no habrá transferencias netas de recursos o, lo que es igual, no habrá acumulación neta de patrimonio en los activos en divisas. Dicha acumulación sólo puede tener lugar cuando hay ahorros netos o, lo que es igual, un superávit en la cuenta corriente. Por lo tanto, la presencia de un superávit en la cuenta corriente es esencial. Si no hay superávit, o lo que es peor, si hay un déficit en la cuenta corriente, la acumulación de activos en divisas (un  $\Delta R$  positivo) sólo puede considerarse como la contrapartida de los flujos de capital. Dicho de otro modo, cuando la contrapartida de reservas la constituyen los flujos de capital netos y no un superávit en la cuenta corriente, dichas reservas son puramente “reservas prestadas”.

Si fusionamos las cuentas reales con las monetarias, puede escribirse la identidad de la siguiente manera:

$$(2) \quad S - I = \Delta M - \Delta L - \Delta F$$

donde M es la masa monetaria más amplia y L son empréstitos que otorga la banca nacional<sup>11</sup>. Por lo tanto, para acumular activos netos en divisas, los flujos de capital no deben repercutir en la creación de activos monetarios nacionales netos (masa monetaria más amplia menos empréstitos nacionales). Si esto sucede, los flujos de capital son únicamente una manera de financiar los activos monetarios nacionales netos, y en ese caso, se trataría nuevamente de una “liquidez prestada”.

Para entender el principio de los FSR, conviene, por lo tanto, comenzar con la cuenta corriente y también entender las razones subyacentes a un superávit en la misma. Si no hay superávit en la cuenta corriente, es difícil racionalizar la creación de un FSR. En realidad, si los FSR se crearan únicamente sobre la base de “reservas prestadas”, o en términos generales, de “liquidez prestada”, podríamos pensar en una suerte de intermediación financiera ya que no implicaría en realidad la gestión pura y neta de activos en divisas. Como veremos más adelante, la creación de un banco o un fondo de desarrollo, o la acumulación de dichos fondos prestados en un banco regional o subregional, tendría, bajo esas circunstancias, cierto sentido pero no sería un FSR como tal.

## B. Los factores que motivan la acumulación de activos en divisas

Sobre la base de estas primeras consideraciones, podemos distinguir cuatro motivaciones principales para la acumulación neta de activos en divisas.

La primera podría ser una motivación de sustitución de la riqueza. En este caso, hay un superávit en la cuenta corriente que resulta de la explotación de recursos naturales no renovables. Podemos pensar entonces en la transformación de un

---

<sup>11</sup> El dinero bajo “M” debe integrar los mismos agentes que intermedian los empréstitos bajo “L”.

recurso natural ilíquido en activos netos de divisas, que pueden ser más o menos líquidos. Dado que los países que explotan recursos naturales no renovables por lo general realizan inversiones netas negativas, si se agota un recurso (Heal, 2006), el patrón habitual sería la sustitución parcial de activos. Nótese que si no hay un superávit en la cuenta corriente, el recurso natural se transformaría en una inversión nacional o simplemente se consumiría.

Por lo tanto, hay muchos factores que deben tomarse en cuenta en este caso. El primero de ellos es que tal vez es sensato dejar el recurso bajo tierra, en especial cuando los ingresos que genera se consumen. Si se invierten, la pregunta fundamental residiría en la relación que tiene la rentabilidad marginal de las inversiones asociadas, frente al incremento esperado en el valor del recurso natural<sup>12</sup>. La inversión nacional del recurso tiene sentido mientras lleve a la acumulación de activos en capital que, a su vez, permitiría un crecimiento económico sostenible de largo plazo, en especial si se diversifica la base productiva de la economía nacional. Está claro que si el recurso es únicamente para consumo (renta), la pregunta crucial giraría en torno a la preferencia en el tiempo, así como garantizar una trayectoria de consumo uniforme. Esto último es fundamental para mantener el concepto de equidad de generación en generación aunque las consideraciones de equidad también afectan la tasa social de los horizontes de tiempo preferidos.

Un importante obstáculo en lo que atañe a estas decisiones son las presiones de política económica. Estas podrían resultar como consecuencia de un excesivo consumo presente del recurso natural, de un exceso de inversiones en infraestructura y en “diversificación” de las actividades con bajos beneficios sociales. Ejemplo de ello, fue la medida de “invertir en la industria petrolera” de Venezuela en la década de los setenta, que llevó al desarrollo de sectores con gran densidad de capital que debieron hacer frente a serias dificultades o aportaron pocos beneficios en las décadas subsiguientes. Algunas de las medidas actuales de diversificación de los países del Golfo hacia los servicios financieros o el turismo podrían clasificarse bajo esta categoría.

Un segundo tema se asocia a la obra publicada sobre “La enfermedad holandesa”. Esta se define como una decisión de política para utilizar los ingresos vinculados a la explotación del recurso natural para la acumulación de activos en divisas en vez de gastar dichos ingresos a nivel nacional. Lo más resaltante en este caso es que el uso en el país de los ingresos se reflejaría en una apreciación del tipo de cambio real que podría acelerar el crecimiento en actividades no transables pero teniendo efectos adversos para otros sectores transables. Si existen economías de escala dinámicas asociadas al aprendizaje (es decir, que la experiencia productiva actual aumenta la productividad en las actividades afines) o donde se establecen redes comerciales (es decir, que exportar hoy en día ayuda a ampliar los contactos comerciales y a crear buena

---

<sup>12</sup> Nótese que si un cambio técnico disminuye la demanda del recurso, convendría explotarlo hoy. Los nitratos chilenos son un ejemplo de ello.

reputación de los productores nacionales en los mercados extranjeros), el crecimiento de largo plazo podría verse afectado negativamente (Véase Krugman, 1987, en relación a los efectos que provoca la pérdida de experiencia productiva). Esto podría considerarse como un caso en el que la explotación del recurso natural en realidad disminuye la diversificación del sector productivo (de bienes y servicios transables), con la mira puesta en patrones de crecimiento insostenibles una vez que se agote el recurso natural (o bien, si se junta a los patrones cíclicos que se examinan más abajo, una vez que haya pasado el auge de los precios). Así, en este caso, los efectos de largo plazo de explotar el recurso natural también pueden ser contraproducentes.

Tanto la decisión de explotar o dejar el recurso bajo tierra, como la asignación de los fondos a la acumulación de activos financieros y al gasto nacional (con efectos de desarrollo más inmediatos), deberían variar según el nivel de ingresos de cada país (Sachs, 2007). Mientras que un país rico como Noruega puede acertadamente decantarse por ahorros de muy largo plazo, un país con ingresos medios o bajos podría maximizar su bienestar si asigna parte de los recursos a inversiones con un impacto relativamente rápido en el desarrollo. Sin embargo, los temas relativos a la enfermedad holandesa pueden ser relativamente más importantes para los países en desarrollo.

Obsérvese que si se adopta la decisión de acumular activos netos en divisas, nuevamente la pregunta clave gira en torno a la comparación que se establece entre la rentabilidad de dichas inversiones y el aumento esperado en el valor del recurso. Si la economía política provoca una aversión al riesgo en esas inversiones, la rentabilidad sería baja y entonces dejar el recurso bajo tierra podría ser una decisión sensata. Las inversiones riesgosas, a su vez, plantean interrogantes sobre los criterios de evaluación (Véase más abajo) y ambas suscitan inquietud sobre cuestiones de transparencia.

Una segunda motivación podría denominarse la motivación del “superávit resistente” (tratándose del superávit en la cuenta corriente). También podría emplearse el término “estructural”, como se entiende en la bibliografía latinoamericana de la década de los cincuenta (cuando se aplicaba a los déficits y no a los superávits) o en la posterior literatura sobre las dos brechas<sup>13,14</sup>. En este caso, se trata de la tendencia de algunas economías, que se basan en recursos que no son naturales, en mantener superávits en la cuenta corriente muy resistentes al crecimiento e incluso, a la apreciación en el tipo de cambio.

---

<sup>13</sup> Nota del traductor: Modelo basado en la brecha entre los recursos disponibles y la capacidad de absorción de un país. Estas dos brechas se conocen como la brecha del ahorro y la brecha de divisas. Cualquiera de ellas puede frenar los montos que se podrían destinar a inversión y formación de capital; la del ahorro cuando este es insuficiente frente a lo que puede ser efectiva y productivamente invertido; y la de divisas cuando los ingresos de divisas son insuficientes frente a los montos necesarios para la compra de insumos del exterior.

<sup>14</sup> Curiosamente, pasar de un régimen de restricciones de divisas a los superávits “estructurales” de divisas tiene, sin duda, grandes consecuencias para el pensamiento sobre el desarrollo, las cuales sólo se analizan parcialmente en este trabajo.



Según las preferencias teóricas sobre cuál es el lado de la identidad (1) que se quiere observar, puede considerarse como un caso de “sobre competitividad” en la producción de bienes y servicios transables, lo que podría considerarse como un caso de subvaloración explícita en el tipo de cambio, tal como se desprende de la literatura de la “segunda Bretton Woods” o bien, un excedente de ahorro estructural comúnmente asociado a niveles altos de ahorro. Dado que los casos de este tipo son todos de Asia oriental, tal vez las elevadas tasas de ahorro son realmente el factor determinante.

En efecto, interpretar la fuente de dicho “superávit resistente” como la subvaloración de la moneda nacional a veces puede ser acertado aunque también problemático. Es probable que no haya un tipo de cambio “equilibrado” que elimine el excedente debido a los diferentes vínculos macroeconómicos entre este mismo, la actividad económica y el sistema financiero nacional. Una apreciación fuerte del tipo de cambio podría reducir de forma directa el superávit en la cuenta corriente pero también podría acarrear, por lo general con rezago, efectos desfavorables en la actividad económica nacional o en el sistema financiero nacional, aumentando aún más dicho excedente. De igual modo, podría provocar una recesión que reduzca la demanda sobre la importación, aumentando el ahorro o generando una burbuja de activos a nivel nacional, pudiendo finalmente reventarse. Japón es el mejor ejemplo de ello. Luego de la masiva apreciación de la década de los ochenta, no se eliminó el excedente. Una explicación es que la apreciación masiva provocó la crisis financiera nacional y un estancamiento de largo plazo que asoló al país durante la década de los noventa y principios de la siguiente. Se ha usado una explicación similar para analizar la situación actual de China y para alegar que una apreciación masiva súbita del Yuan no tiene sentido. En realidad, este podría ser el argumento que explica la preferencia que tienen los responsables de políticas por una apreciación gradual del tipo de cambio.

La tercera motivación puede denominarse contra-cíclica. No obstante, debemos hacer la distinción entre dos situaciones totalmente diferentes. El primer caso, relativo a los cambios cíclicos en las exportaciones reales (en volumen) se asocia a los ciclos comerciales (a nivel mundial, o según los socios comerciales que se tenga). El segundo caso, y el de mayor relevancia para Latinoamérica en la actualidad, se asocia a los cambios cíclicos en los precios externos, en especial de los precios de los productos básicos. Ambos tienen características comunes: la posibilidad de recalentar la economía nacional durante el auge, lo cual puede llevar a, dependiendo del régimen cambiario, a diversas combinaciones de inflación nacional y una apreciación nominal de la misma, dando lugar en ambos casos a una apreciación del tipo de cambio real.

Dicha apreciación podría desempeñar un papel favorable en la gestión del auge y en la repartición de los beneficios a los agentes económicos que trabajan en los mercados de índole “no transable”, incluidos los trabajadores (asalariados). Nuevamente, los principales desafíos son el resultado de los efectos de la enfermedad holandesa que se asocian a economías de escalas dinámicas en

los sectores transables. En este caso, suavizar las tendencias en los tipos de cambio es favorable para el crecimiento económico de largo plazo. Una herramienta necesaria para ello sería una intervención oficial en los mercados de divisas así como la acumulación del superávit que se asocia al excedente, ya sea en el banco central (reservas) o en un fondo de estabilización. Está claro que la alternativa sería saldar las deudas externas o fomentar otras formas de salidas de capital.

Cuando la fuente es el auge de los productos básicos, hay una ventaja pero también una desventaja para el diseño de vehículos de estabilización. La ventaja resulta de la fácil identificación y, por lo tanto, del diseño de un instrumento de estabilización que se traduciría en un fondo financiado por un impuesto al producto básico en alza (pudiendo utilizarse más adelante para estabilizar los precios en las caídas denominándose entonces “retención”, para emplear la terminología clásica del Fondo Nacional de Café en Colombia); o por parte de los ingresos del gobierno (en especial, los ingresos procedentes de los cargos fiscales en los recursos minerales y los ingresos de empresas estatales que trabajan en ese sector). Esto es complejo ya que a veces es difícil distinguir los patrones cíclicos de las tendencias de largo plazo debido a que la dinámica de los productos básicos muestra “camino aleatorios” o una “persistencia de los *shocks*”, es decir, cambios en los precios que no se revierten. Algunos pueden ser considerables, como lo fue la caída de los productos básicos en la década de los ochenta, o según muchos críticos, el actual auge en los precios del petróleo (y quizá, otros productos básicos minerales). Por lo tanto, es difícil encontrar una regla que identifique el componente cíclico del auge de un precio frente a un probable patrón de largo plazo que posibilite hacer la distinción por anticipado entre los componentes “transitorio” y “permanente” del *shock*. Esto, a su vez, conduce a cuestiones de economía política bastante conocidas: la tendencia, al menos en el pasado, a pensar que se trata del último caso en lugar del primero, conclusión que ha llevado a políticas pro-cíclicas que han dado lugar a los auges insostenibles seguidos de grandes crisis.

La cuarta motivación podría denominarse la motivación del auto aseguramiento, que sucede cuando la fuente de la abundancia de divisas es la cuenta de capital y no la cuenta corriente. En este caso, se aplica el análisis de la sección anterior. Dado que los flujos de capital son muy pro-cíclicos para los países en desarrollo, el parámetro importante lo constituyen los riesgos de una posible reversión de los flujos de capital. Por lo tanto, el auto aseguramiento debería ser mayor cuanto mayor sea la proporción de flujos de capital volátiles (una distinción, que como hemos mencionado, es cada vez más difícil en la práctica) y cuanto más abierta sea la cuenta de capital. Y tal como lo indica la identidad (2), su referencia debería ser la masa monetaria amplia, un tema que se ha destacado en la reciente bibliografía sobre auto aseguramiento.

Precisamente debido a que los precios de los productos básicos y los flujos de capital son pro-cíclicos, hay mucha interacción entre las diferentes motivaciones. Por lo tanto, los ahorros que se asocian a la primera motivación a

menudo se hacen cuando los precios de los productos básicos son elevados, y por ende, hay una función de estabilización implícita en la manera como se manejan los fondos: sólo se ahorra en el fondo por encima de un umbral de precios o si hay un superávit presupuestario y se usan los fondos por debajo de un umbral de precios inferior o cuando el gobierno mantiene un déficit presupuestario (Davis *et al.*, 2003).

La naturaleza pro-cíclica de los flujos de capital genera, a su vez, una interacción de las tres motivaciones con la cuarta. De modo que, cualquier superávit en la cuenta corriente tenderá a atraer flujos de capital, no sólo debido a la actividad económica en auge y a una rentabilidad alta, que por lo general se asocia a dichos superávits, sino también por la tendencia hacia una apreciación del tipo de cambio real que hace más atractivos los activos en moneda nacional respecto de los activos extranjeros. El problema principal es que los flujos de capital en alza van a acrecentar la dificultad de manejar los verdaderos factores que subyacen al superávit en la cuenta corriente, sobre todo al agregar un componente de “exuberancia irracional” al auge, para usar una frase popularizada por Alan Greenspan (véase también Schiller, 2000), lo cual alimenta el auge de la demanda, la apreciación del tipo de cambio real y los efectos relativos a la enfermedad holandesa. Además de estimular la toma de riesgos excesivos que podrían traducirse en una posterior crisis financiera.

En efecto, una de las principales cuestiones contra-cíclicas podría ser la gestión de la euforia financiera que se asocia a los auges, un hecho que puede agravarse por los instrumentos que se utilizan para absorber los recursos. Aunque, en última instancia, la demanda adicional y la apreciación del tipo de cambio real, generados por el auge inducido de la cuenta de capital, podrían eliminar el superávit en la cuenta corriente o convertirlo en un déficit. Esta dinámica se ha dado con frecuencia en las crisis que han asolado a los países en desarrollo en las últimas décadas.

El Cuadro 2 resume en términos simples las motivaciones básicas para la acumulación de activos en divisas y muestra la distinción entre dos dimensiones: la fuente del auge (un superávit en la cuenta corriente de largo plazo o de corto plazo, o flujos de capital netos) y el papel que desempeñan los productos básicos frente a otros factores que afectan la abundancia de divisas.

**Cuadro 2 Motivaciones básicas para la acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo**

	Superávit de largo plazo en la cuenta corriente	Superávit de corto plazo en la cuenta corriente	Flujos de capital
<b>Materias primas</b>	Sustitución de riqueza	Contra-cíclico (precios)	
<b>Materias no primas</b>	Superávit resistente	Contra-cíclico (volumen)	Auto-aseguramiento

*Fuente: Elaboración propia*

### C. La acumulación de activos en divisas: sus instrumentos y su economía política

Las motivaciones determinan claramente el tipo de fondo que debería usarse y la composición de sus inversiones. Los FSR son el instrumento adecuado cuando hay un superávit en la cuenta corriente y, sobre todo, cuando es de largo plazo (o, por lo menos, cuando dichos excedentes son duraderos). O, si empleamos la terminología de la sección anterior, los fondos de ahorro constituyen el instrumento apropiado para hacer frente a las dos primeras motivaciones (la sustitución de la riqueza y el superávit resistente).

El caso opuesto es la motivación del auto aseguramiento. Es difícil justificar un FSR en este caso. En realidad, como lo hemos señalado anteriormente, cualquier fondo que se cree sobre la base de flujos netos de capital podría considerarse como un intermediario financiero internacional ya que canalizaría, fundamentalmente, los flujos de capital hacia la concesión de préstamos o las inversiones en el extranjero. Tendría sentido, entonces, crear un banco o fondo de desarrollo si se considera que los flujos de capital habrían de mantenerse estables. En ese caso, el banco o el fondo podrían servir de intermediarios para dichos flujos de capital mediante la canalización de esos recursos hacia los países vecinos, incluidos los proyectos de infraestructura que podrían fomentar el comercio bilateral, o acumular parte de esos fondos en bancos de desarrollo regionales o subregionales que tengan propósitos similares. Dicho esto, está claro que las entidades financieras privadas podrían llevar a cabo dicha intermediación financiera internacional. En la medida en que no todos los flujos de capital se consideran estables, el auto aseguramiento consistiría en acumular reservas de divisas en los bancos centrales e invertir las en instrumentos muy líquidos. Si se trata de un gran volumen de reservas, obtenido gracias a los flujos masivos de capital, existe la tentación de usar parte de estos para crear un FSR, sin embargo, no debería caerse en esa tentación ya que las consideraciones sobre los retornos de las inversiones de reservas de divisas podrían depender más de la gestión y la asignación de dichas inversiones.

La motivación de estabilización está en medio de estos dos polos y puede manejarse con combinaciones diversas tanto de FSR (en este caso, fondos de estabilización) como de reservas. El peso y duración atribuidos al auge deberían servir de pautas para la elección de uno de los dos fondos.

Un tema central en todos los casos se refiere a la composición de los excedentes asociados entre el sector privado y el sector público. Esto es, sin lugar a dudas, crucial para garantizar la “esterilización” de los efectos monetarios. En este sentido, es más fácil manejar un superávit fiscal ya que puede esterilizarse automáticamente, bien sea invirtiendo directamente en el extranjero, o en bonos de los bancos centrales (pasivos no monetarios). Dicho superávit fiscal puede generarse mediante un impuesto general o un impuesto sobre la fuente que ha provocado el auge (si se trata de un recurso natural), o bien, sobre las ganancias de empresas del sector público que trabajan en el sector (una característica clásica de las economías exportadoras de petróleo, así como del cobre en el caso chileno).

En el segundo caso, y si la fuente es el auge temporal en el precio de los productos básicos, el instrumento puede ser una “retención” del exceso de ingresos que habría de devolverse a los productores cuando caen los precios (como anteriormente era costumbre en el caso del Fondo Nacional de Café en Colombia); o simplemente un impuesto sobre el beneficio imprevisto (como se ha venido haciendo en Argentina). Si la fuente del superávit es la “sobre competitividad” o los flujos privados de capital, la apropiación de los recursos por parte del sector público es más compleja. Sin embargo, la asignación de activos en seguridad social o “ahorros forzados”, impuestos por la ley para agentes privados (tal como sucede en Singapur), podría usarse para dicho propósito.

Cuando no hay un superávit en el sector público, la esterilización asociada es costosa y constituye también un tema complejo, tal como lo hemos presenciado sobre todo cuando las tasas de interés nacionales son elevadas. El principal obstáculo es que la esterilización implica que el banco central (o, como alternativa, los FSR si se les encomienda dicha tarea) ejercerá presión sobre las tasas de interés nacionales, factor que atrae nuevos flujos de capital y alimenta la euforia financiera nacional. Esto es particularmente complejo en el caso en que el banco central use, o se vea forzado a ello por las normas nacionales, únicamente instrumentos de corto plazo ya que la rotación de instrumentos de esterilización es un riesgo en sí mismo y aumenta el exceso de liquidez y, por ende, las presiones inflacionarias.

Un tema relacionado son las estrategias de asignación de activos para los FSR, como también el grado de variación de estas según el tipo de fondo y la procedencia de los excedentes (productos básicos frente a productos no genéricos). En principio, para los FSR, el retorno puede ser más importante que la liquidez y, por lo tanto, debería invertirse en activos de plazos más largos con diferentes combinaciones de riesgo/retorno y no en los activos tradicionales que se mantienen en reservas oficiales. La razón principal para ello radica en el horizonte de más largo plazo de estos fondos, lo que permite mayor tolerancia a las fluctuaciones de corto plazo en los retornos. Ejemplo de ello es el Fondo noruego que posee, según se informa, 40% de sus activos en acciones (Noyer, 2007). Está claro que, en todos los casos, la asignación de activos debe someterse a sólidas reglas prudenciales.

Cabe mencionar otras tres consideraciones. En primer lugar, dado que los activos de FSR pertenecen a todos los ciudadanos de un país y a sus hijos, muchos de los cuales perciben ingresos bajos, resulta más conveniente aún que estos fondos que poseen los países en desarrollo mantengan cautela en sus inversiones con la finalidad de mantener niveles de riesgo más bajos que lo que los individuos de altos ingresos están dispuestos a tolerar. Por lo tanto, los criterios para elegir una cartera de activos pueden variar para los FSR frente a los que se emplearán para la gestión privada de activos. Como consecuencia de ello, los bancos centrales o los gobiernos podrán manejar los activos ellos mismos o definir con mayor claridad el nivel de riesgo que los administradores de fondos deben tener en las inversiones que hace el FSR, así como el

monitoreo prudencial que deben hacer de manera permanente sobre los mismos.

En segundo lugar, las inversiones que realicen los FSR deberían cumplir en el largo plazo los objetivos de desarrollo del país, así como garantizar buenos retornos a sus inversiones. Como en el caso de las inversiones de los bancos o los fondos de desarrollo (que podrían ser de potencial utilidad para los recursos de FSR), una porción de estas inversiones podría utilizarse para financiar proyectos en los países vecinos o bien, el país podría invertir en empresas en el extranjero, en economías más desarrolladas, con el propósito, entre otros, de obtener acceso a nuevas y mejores tecnologías. Sin embargo, es importante que dichos criterios sean transparentes y que no se usen inadecuadamente otros objetivos como excusa para justificar retornos financieros bajos. Cabe mencionar, como señala Ang (2008), que el FSR noruego pretende generar “sólidos retornos a largo plazo, lo cual dependerá del desarrollo sostenible en los ámbitos económico, social, y medioambiental.” Destacar el desarrollo sostenible como objetivo es igualmente o, de hecho, más deseable para los FSR de los países en desarrollo.

En tercer lugar, es importante distinguir entre los fondos de ahorro con criterios de inversión de más largo plazo, y los fondos de estabilización, los cuales, dado el papel cíclico que desempeñan, podrían requerir de un mayor número de activos relativamente más líquidos. En este sentido, las necesidades de liquidez de los fondos de estabilización intermediarán entre las reservas extranjeras normales, que requieren elevados niveles de liquidez, y los fondos de ahorro con horizontes de largo plazo. Se requiere mayor investigación y debate con los responsables de política para aclarar los criterios adecuados de inversión en las diferentes categorías de fondos de los países en desarrollo, así como de los diferentes niveles de ingresos.

Por último, existen varios asuntos de economía política difíciles de manejar. Como hemos visto anteriormente, algunos están vinculados a presiones de economía política que podrían dar cabida a un consumo excesivo del recurso natural en el presente o a inversiones con bajos beneficios marginales en términos sociales. Tal como se ha señalado, existe la arraigada tendencia a creer que el alza de los precios de los productos básicos es permanente en vez de temporal, lo que conduce a políticas pro-cíclicas insostenibles. Además, durante los auges, tanto de la cuenta corriente como de la cuenta de capital, es difícil argumentar, en términos políticos, a favor de políticas fiscales contracíclicas que compensen la “exuberancia” del sector privado, en especial la exuberancia que beneficia a los segmentos más ricos de la población de los países en desarrollo (Marfán, 2005). Nótese, sin embargo, que la economía política podría orientar los acontecimientos en la dirección opuesta, es decir, hacia una regulación excesiva de la asignación de activos por los FSR, lo cual denota una fuerte aversión al riesgo. Si la fuente del auge es la explotación de un recurso natural no renovable, la mejor estrategia conservadora sería, por lo tanto, dejar el recurso bajo tierra.

Otra cuestión de economía política igualmente importante es la estabilidad de las normas que conducen a la acumulación de recursos en fondos públicos. En este sentido, existen las clásicas incoherencias de tiempo: los grandes ahorros del sector público durante los auges pueden generar fuertes incentivos políticos para que estos se gasten (como la presión a la que se vio forzada Chile luego de acumular grandes ahorros fiscales durante el reciente auge del cobre); o para que se dilapiden estos ahorros en forma de reducciones impositivas insostenibles (como la experiencia estadounidense durante esta década luego del superávit fiscal de la década de los noventa). Latinoamérica no se desempeña bien en este aspecto ya que en los últimos años han habido cambios frecuentes en las reglas de responsabilidad fiscal y en el diseño de los fondos de estabilización (Jiménez y Tromben, 2006).

Obviamente, debe existir una coherencia entre la decisión de acumular recursos en FSR y las reglas fiscales generales. No tiene sentido transferir recursos a un FSR si las reglas fiscales generales no garantizan que el país mantendrá un superávit fiscal. Por el mismo motivo, sería inapropiado utilizar los recursos de estos fondos para garantizar la deuda del sector público.

Las normas que rigen la asignación de recursos suscitan también varias inquietudes de economía política. Como ya se ha señalado, la economía política podría llevar a una aversión al riesgo y una baja rentabilidad. El problema opuesto, también señalado anteriormente, es crucial: ¿cómo evitar las inversiones altamente riesgosas? Ambos suscitan inquietud sobre los criterios de evaluación, transparencia y rendición de cuentas. La independencia técnica del proceso de toma de decisiones asociado también es fundamental. Estas cuestiones se han manejado bien en el caso de las reservas internacionales donde prevalecen reglas claras (liquidez sobre retorno) y existe independencia técnica en los bancos centrales. Por esta razón, quizá la costumbre de varios países de asignar a los bancos centrales la gestión de los fondos de ahorro o de estabilización, sea bastante apropiada.

## **5. Las consecuencias sistémicas de las grandes reservas y de los FSR**

Como se ha destacado en la tercera sección, la acumulación de reservas de divisas por parte de los países en desarrollo es en parte la consecuencia de una integración financiera profunda y de la inestabilidad que esta genera. Los fuertes cambios pro-cíclicos en el financiamiento externo también limitan la capacidad de maniobra que tienen los países en desarrollo para adoptar políticas macroeconómicas contra-cíclicas. En el transcurso de la actual década, la respuesta más común de estos países a los desafíos que ha impuesto la inestabilidad financiera ha sido el “auto aseguramiento” masivo mediante la gran acumulación de reservas de divisas, lo que también puede entenderse como un

intento para incrementar la autonomía de la política macroeconómica. Por lo tanto, esta ha sido la respuesta racional por parte de algunos países a un sistema que carece de un seguro colectivo que funcione adecuadamente contra las crisis de balanza de pagos y que reduce drásticamente la autonomía de la política macroeconómica.

A esto se suma el alza reciente en los precios de los productos básicos y, en términos más amplios, los ingresos procedentes de las exportaciones con lo cual los países en desarrollo han querido ahorrar una parte adicional de sus ingresos por exportación. Estas políticas contra-cíclicas también son una respuesta racional a los ingresos excepcionales procedentes de las exportaciones y sirven, tanto para aliviar los efectos agregados de la demanda de los mercados de exportación en alza, como para evitar los efectos de la enfermedad holandesa derivados de los elevados precios de los productos básicos.

Sin embargo, este comportamiento de los países en desarrollo suscita dos tipos de inquietud. Para algunos países, el “auto aseguramiento” es preocupante en lo que atañe a la racionalidad de los flujos de capital y la liberalización del capital en general, ya que los primeros no generan transferencias netas de recursos y los segundos generan una costosa acumulación de activos en divisas con el propósito de contrarrestar los riesgos asociados a un régimen de cuenta de capital más liberalizado.

Para la economía mundial en general, el auto aseguramiento y las políticas contra-cíclicas que sirven para manejar los auges de las exportaciones en un buen número de países en desarrollo generan, a su vez, efectos sobre la “falacia de composición” que provocan los desequilibrios mundiales (Ocampo, 2007/2008). En realidad, si un número importante de países en desarrollo siguiera este patrón, generarían superávits en la cuenta corriente y/o una demanda adicional de activos líquidos que tendrían efectos contradictorios en la economía mundial, a menos que existiesen paralelamente déficits en la cuenta corriente y una oferta adicional de dichos activos líquidos por parte de otros países, principalmente industrializados. Los Estados Unidos han desempeñado ese papel en los últimos años pero esto ha ocasionado importantes desequilibrios que se corrigen continuamente, tanto a nivel macroeconómico como financiero.

Por lo tanto, el auto aseguramiento y las políticas contra-cíclicas que manejan los auges de las exportaciones, pese a ser racionales desde la perspectiva de cada economía, son también fuentes de desequilibrios mundiales y, por lo tanto, de la potencial inestabilidad para la economía mundial. Sin embargo, no cabe duda que estos problemas no pueden resolverse tan sólo pidiendo a los países en desarrollo que aprecien sus divisas para corregir los excedentes de sus balanzas de pagos. Debe resolverse primero mediante la coordinación de políticas contra-cíclicas mundiales y combatiendo la fuente de la demanda para un “auto aseguramiento”, que viene a ser la falta de una oferta adecuada de aseguramiento colectivo contra las crisis de dichas balanzas.



Una de las consecuencias de la gran acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo ha sido también la falta de confianza en las instituciones financieras internacionales (IFI) y, en especial, del Fondo Monetario Internacional (FMI). Como se ha señalado ya, los desequilibrios actuales son también el reflejo de problemas de coordinación a nivel regional que llevan a la acumulación competitiva de reservas cuya finalidad es mantener las divisas débiles. El fortalecimiento de instituciones regionales como el FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) y los debates de política macroeconómica que se llevan a cabo en el marco de los procesos de integración subregional en Latinoamérica o bien, la iniciativa Chiang Mai en Asia oriental, pueden desempeñar un papel importante en la corrección de dichos errores de coordinación. Estas instituciones regionales pueden proveer, tanto una oferta contra-cíclica de divisas que reduzca la demanda para los activos de divisas por país, como mecanismos institucionales para el debate de políticas macroeconómicas y la eventual coordinación de de las mismas.

En efecto, una de las oportunidades que ofrece la acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo es la posibilidad de crear sólidas instituciones financieras regionales que apoyen, tanto las políticas macroeconómicas como la cooperación de desarrollo. Cabe destacar que si una proporción muy pequeña de la totalidad de los activos en FSR de los países en desarrollo y las reservas internacionales se invirtieran en nuevos bancos de desarrollo o en los ya existentes, cabría la posibilidad de expandir la capacidad de empréstito de los bancos de dichos países y destinarlos a bienes públicos regionales, tales como proyectos de infraestructura. Según estimaciones de Griffith-Jones *et al.* (2008), si los FSR asignaran tan sólo un 1% de su capital para la expansión o el establecimiento de bancos de desarrollo, podría generarse una nueva capacidad de empréstito anual de aproximadamente USD 70 mil millones, lo cual triplicaría prácticamente los préstamos totales actuales que el Banco Mundial conjuntamente con los tres principales bancos de desarrollo regionales (Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo y el Banco Africano de Desarrollo), otorgan a los países en desarrollo.

Por lo tanto, parece que ha llegado el momento para que los países en desarrollo creen mecanismos sólidos de cooperación monetaria, en especial, acuerdos de intercambio (*swap*) y fondos de reserva, y para que puedan expandir sus propios bancos regionales o subregionales o incrementen la cooperación financiera a mayor escala. Por consiguiente, una implicación sistémica de la acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo es que dicha acumulación genera cambios constantes de la estructura del poder mundial. Asimismo, concede a los países en desarrollo mayor poder de negociación para las transacciones internacionales. Más importante aún es que amplía la plataforma de política para los responsables de las políticas nacionales y permite expandir la cooperación financiera a nivel intra-regional e interregional entre los países.

En tanto que la gran acumulación de activos en divisas por parte del conjunto de países en desarrollo podría haber provocado los actuales desequilibrios mundiales, los FSR, de manera más bien inesperada, han contribuido significativamente a la estabilidad financiera internacional mediante la capitalización de algunos de los grandes bancos internacionales cuando estos hicieron frente a las importantes pérdidas provocadas por la crisis financiera desatada por la *subprime* y por la subsecuente turbulencia de los mercados (Véase el Cuadro 3). Los grandes bancos se han visto afectados con pérdidas excesivas, que podrían haber ocasionado no solamente serios daños a estos mismos, sino también, la generación de efectos sistémicos potenciales. En todo caso, las compras de acciones por parte de los FSR, que también se han sumado de manera simultánea a las grandes pérdidas de los mercados financieros, sirvieron para apaciguar los temores respecto de la solvencia de los bancos y ayudó a contener la inevitable reducción de los precios de las acciones. Puede decirse, por ende, que los FSR se convirtieron súbitamente en los proveedores de capital de primer y último recurso. A ello se debe que el concepto de “rescate” se haya utilizado para describir estas operaciones, aunque tal vez de forma inapropiada.

Una de las razones por las que los bancos han aprobado las inversiones de FSR es que tienden a comprar pequeñas participaciones y ninguno de ellos exige formar parte de la junta. Además, se considera que los FSR tienen horizontes de mayor largo plazo (si se compara con los inversionistas de capital privado o de fondos de cobertura) lo que los hace menos vulnerables a la volatilidad del mercado.

**Cuadro 3 Grandes compras por parte de los Fondos Soberanos de Riqueza**

Fecha	Compra	Comprador	MM USD
23/07/2007	Barclays	Participaciones Temasek	2
19/12/2007	Morgan Stanley	Corporación de Inversiones de China	5
24/12/2007	Merrill Lynch	Participaciones Temasek	4,4
15/01/2008		Autoridad de Inversiones de Kuwait	2
15/01/2008		Autoridad de Inversiones de Corea	2
27/11/2007	Citigroup	Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi	7,5
15/01/2008		Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur	6,9
15/01/2008		Autoridad de Inversiones de Kuwait	3
10/12/2007	UBS	Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur	11,5
Total			44,3

Fuente: Financial Times

Como resultado de las situaciones anteriores, en especial, de la imperiosa necesidad de capital, las grandes inversiones en bancos por parte de los FSR han generado grandes pérdidas y han tenido una amplia acogida en los últimos meses<sup>15</sup>. Esto se contrapone claramente al fervor proteccionista que bloqueó las anteriores inversiones no financieras, como fue el caso de Dubai y de los

<sup>15</sup> Algunas excepciones fueron las objeciones (probablemente provisionales) que hicieron algunos accionistas del UBS con el argumento de que los términos concedidos a los FSR durante la recapitalización del banco comprometían a los accionistas originales.

puertos estadounidenses, y de China con una mediana empresa petrolera estadounidense.

Permitir a los FSR que inviertan en países de la OCDE puede tener importantes efectos, aunque indirectos, sobre la estabilidad económica mundial. En la medida que se quieran evitar precios muy elevados en los productos básicos, particularmente, del petróleo, y dados los efectos negativos para la inflación, es importante que los FSR hagan frente a pocas restricciones, o probablemente ninguna, en sus inversiones con la finalidad de maximizar y diversificar los retornos esperados de sus activos financieros. De no ser posible, convendría dejar el petróleo y otros recursos minerales bajo tierra, lo que probablemente elevaría los precios del petróleo y de los productos básicos (Véase, por ejemplo, Reisen, 2008).

En líneas generales, si se extendiera fuertemente el “proteccionismo financiero” en los países en desarrollo con demasiadas barreras y requisitos para las inversiones de los FSR, la voluntad que podrían mostrar los diferentes países en desarrollo de comprometerse solidariamente con la economía mundial podría echarse a perder. Convendría que algunos países desarrollados así como las instituciones internacionales –en los que la injerencia de los países ricos es importante- exigieran transparencia a los FSR, ya que esto podría disminuir el proteccionismo financiero. Sin embargo, sería más legítimo si se exigiera lo mismo de otros partícipes financieros, tales como los fondos de cobertura, los capitales privados y los bancos de inversión, para demostrar que no se trata de una simple imposición. Esto último ha suscitado gran resistencia a los consejos que dan los países industrializados a los países en desarrollo. Por lo tanto, debería tratarse de una medida simétrica: todas las entidades financieras deben ser transparentes.

## **6. Conclusiones**

La gran acumulación de activos en divisas por parte de los países en desarrollo se ha convertido en una característica resaltante de la presente década. Pese a que en términos cuantitativos la expansión de reservas de divisas es lo más destacable, paralelamente la acumulación de activos en FSR está cobrando mayor importancia. En promedio, los países en desarrollo han venido acumulando reservas internacionales para absorber tanto, una parte de los ingresos en alza procedentes de las exportaciones, como un mayor número de flujos netos de capital pro-cíclicos. Para aquellos países con déficits en la cuenta corriente, las reservas acumuladas son el reflejo del segundo fenómeno y, por lo tanto, son fundamentalmente “prestadas”. Este es, sin duda, el efecto dominante en Latinoamérica.

Hemos identificado cuatro motivaciones diferentes para la acumulación de activos en divisas. Las dos primeras, que hemos denominado “motivación para la sustitución de la riqueza” (es decir, transformar un recurso natural en activos financieros) y motivación para el “superávit resistente” (vale decir, superávits en

la cuenta corriente duraderos que no pueden corregirse a corto plazo por una apreciación en el tipo de cambio). Ambas motivaciones sirven de sustento a los FSR que se caracterizan por ser fondos de ahorro. En el sentido más estricto, estas son las únicas dos motivaciones que conducen a la creación de FSR. Una tercera motivación, la contra-cíclica, exige ya sea fondos de estabilización o la acumulación de reservas internacionales para absorber los superávits temporales en la cuenta corriente y, en algunos casos, los efectos fiscales asociados con el auge de los precios de los productos básicos o los ingresos procedentes de las exportaciones. Una cuarta motivación, “el auto aseguramiento” tiene como objetivo reducir los riesgos asociados a los flujos de capital pro-cíclicos. En todo caso, evitar las economías de escala dinámicas que se asocian a la enfermedad holandesa es una importante justificación para la acumulación de activos en divisas pero debe sopesarse contra los costos que supone esterilizar los efectos monetarios de dichos flujos en alza cuando no hay superávits fiscales que cumplan esa función. Como lo hemos expuesto, las diversas motivaciones generan una demanda por los diferentes tipos de fondos, cuyas categorías requieren distintos criterios de inversión y, por ende, análisis diferentes.

Por último, hemos destacado el hecho que, si bien la acumulación de reservas en divisas por parte de los países en desarrollo es, en parte, la consecuencia de una profunda integración financiera y de la inestabilidad que esta genera, tales medidas provocan desequilibrios mundiales mediante los efectos de una “falacia de composición”. Por lo tanto, aunque estas estrategias pueden ser racionales para cada país en desarrollo, estas mismas ocasionan desequilibrios mundiales. La falta de mecanismos adecuados de coordinación, tanto a nivel mundial como regional, puede haber agravado este problema. Al mismo tiempo, los FSR han desempeñado un papel estabilizador algo inesperado al proveer los fondos que han permitido estabilizar el sistema bancario de los países desarrollados durante la actual crisis financiera. Asimismo, han posibilitado una mayor cooperación financiera entre los países en desarrollo a nivel regional y a mayor escala. Dadas estas nuevas y amplias oportunidades, se requiere mayor investigación y mayores medidas de política.

## **Referencias bibliográficas**

Aghion, P., Bachetta, P., Ranciere, R. y Rogoff, K. (2006). *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development*. (NBER Working Paper No. 12117). Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. (2007). *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture*. UCSC. (NBER Working Paper No. 13277). Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Aizenmann J. y Riera-Chrichton, D. (2006). *Real Exchange Rate and International Reserves*. (NBER Working Paper No. 12363). Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Ang, A. (2008). *The Norwegian Pension Fund: The Divestiture of Wal-Mart Stores*. (Serie Columbia Case Works, Número de Identificación 080301). Nueva York: Columbia Business School.

Asset-backed Insecurity. *The Economist edición impresa*. Edición del 19 al 25 de enero de 2008, 78-80.

Davis, J., Ossowski, R., Daniel, J. A. y Barnett, S. (2003). *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experiences and Fiscal Policy Implications* en Davis, J., Ossowski, R. y Fedelino, A. (eds.) *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil Producing Countries*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

Devlin, W. y Brummitt, B. (2007). A Few Sovereigns More: The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Economic Round-up*. Edición Primavera 2007, 119-136.

Dodd, R. y Griffith-Jones, S. (2007). *Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation*. (Serie Informes y Estudios Especiales, No.20). Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003). *An Essay on the Revived Bretton Woods System*. (NBER Working Paper 9971). Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

FMI. (2007). *Global Financial Stability Report*, Anexo 1.2. Septiembre de 2007. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

Griffith-Jones, S., Griffith Jones, D., y Hertova, D. (2007). *Enhancing the role of regional development banks; the time is now*. Documento elaborado para el Intergovernmental Group of 24 on International Monetary Affairs and Development.

Heal, G. (2007). *Are Oil Producers Rich?* en Humphreys, M., Sachs, J. y Stiglitz, J. (eds.), *Escaping the Resource Curse*. Nueva York: Columbia University Press.

Jeanne, O. y Ranciere, R. (2006). *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Markets Countries: Formulas and Applications*. (Working Paper No 06/229). Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

Jiménez, J. P. y Tromben, V. (2006). Política fiscal y bonanza: Impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. *Revista de la CEPAL*, 90, 61-86.

Johnson, S. (2007). The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Finance and Development*, 44(3).

Kimmit, R. M. (2008). Public footprints in private markets. *Foreign Affairs*, 87(1).

Krugman, P. (1987). The Narrow Moving Band, the Dutch Disease and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher: Notes on Trade in the Presence of Scale Dynamic Economies. *Journal of Development Economics*, 27, 41-55.

Le Borgne, E. y Medas P. (2007). *Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages*. (Working Paper No 07/297). Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

- Lowery, C. (2007). *Remarks on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*. Departamento del Tesoro de los EEUU. 21 de junio de 2007.
- Marfán, M. (2005). *Fiscal Policy, Efficacy and Private Deficits: A Macroeconomic Approach* en Ocampo, J.A. (ed.) *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*. Palo Alto, EEUU: Stanford University Press, y Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Cap. 6.
- Noyer, C. (2007). Foreign Reserve Accumulation, Systemic Implications. Discurso en el *Salzburg Global Seminar*. 1 de octubre de 2007.
- Obstfeld M., Shambaugh J., y Taylor, A. (2007). *Financial Stability, The Trilemma and International Reserves*. California: University of California Berkeley y University of California Davis, Londres: Center for Economic Policy Research, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, y Nuevo Hampshire: Dartmouth College.
- Ocampo, J.A. (2007). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la CEPAL*, 93.
- Ocampo, J.A. (2008). The Instability and Inequities of the Global Reserve System. *International Journal of Political Economy*, 36 (4)
- Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S. y Rose, M.A. (2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. (Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper No. 220).
- Rajan, R. (2007). *Too Much of A Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crisis*. California: Claremont McKenna College, Reino Unido: University of Surrey, Singapur: Institute of Southeast Asian Studies, y Virginia: George Mason University.

- Reisen, H. (2008). *How to Spend It: Sovereign Wealth Funds and the Wealth of Nations*. (Policy Insights de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 59).
- Rodrik, D. (2006). The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *International Economic Journal*, 20 (3).
- Sachs, J. (2007). *How to Handle the Macroeconomics of Wealth* en Humphreys, M., Sachs, J. y Stiglitz, J. (eds.), *Escaping the Resource Curse*. Nueva York: Columbia University Press.
- Sakakibara, E. *Asian Cooperation and the End of Pax Americana* en Teunissen, J.J. (ed.) *Financial Stability and Growth in Emerging Economies*. La Haya, Países Bajos: Forum on Debt and Development.
- Schiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Setser, B. y Ziemba, R. (2007). *Understanding the New Financial Superpower- The Management of GCC Official Foreign Assets*. Nueva York: RGE Monitor.
- Truman, E. M. (2007). *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*. (Policy Brief Número PB07-6). Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Wyplosz, C. (2007). The Foreign Exchange Reserves Buildup: Business as Usual? Documento elaborado para el *Taller sobre Deuda, finanzas y asuntos emergentes en la integración financiera* organizado por el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas. 6 a 7 de marzo de 2007, Londres, Reino Unido.
- Yong, D.Y. (2007). *Ten Years after the Asian Crisis: Fragility and Strength of China's Financial System* en Gottschalk, R. y Griffith-Jones, S. *Asian*



## **Comentarios sobre el trabajo “Fondos Soberanos de Riqueza: perspectivas para los países en desarrollo” de Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo**

**Miguel Urrutia<sup>16</sup>**

1. La distinción que establecen los autores respecto de las fuentes de acumulación de divisas que se invierten como reservas internacionales o en FSR es muy útil. La fuente puede ser un superávit en la cuenta corriente o flujos netos de capital.

a. En el segundo caso, dada la volatilidad de los flujos internacionales de capital, probablemente sería poco prudente valerse del aumento de las divisas para crear FSR.

b. En el caso de un aumento en el flujo de divisas debido a los superávits en la cuenta corriente, se justifica crear dos tipos de FSR:

(i) Fondos de estabilización, cuando hay una variación cíclica en los precios de las exportaciones. Las inversiones de dichos fondos se harían en activos líquidos.

(ii) Fondos de inversión inter-generacionales, cuando el superávit es estructural, según la definición provista en el capítulo o cuando el superávit se produce gracias a las exportaciones de recursos no renovables. Las inversiones de estos FSR podrían ser mayores en activos de largo plazo.

2. El tema de debate mencionado en el capítulo, que requiere mayor investigación, es el efecto que tienen los ingresos y los gastos de los fondos en la economía nacional.

a. Si el auge de las exportaciones proviene de la industria minera, el Gobierno puede gravar e invertir parte de los beneficios imprevistos temporalmente o a mayor plazo. Esto es viable en términos políticos si los productores son empresas extranjeras o grandes empresas locales, siempre y cuando su poder de influencia sea limitado. Sin embargo, si hay muchos productores nacionales, la viabilidad política de dicha imposición disminuye. Si el recargo se invierte inmediatamente en el exterior, los beneficios imprevistos no generarán una revalorización en el tipo de cambio o los efectos del “mal holandés”.

b. En el caso de las exportaciones agrícolas con muchos productores, dicho recargo es menos viable a menos que exista el compromiso de devolver los ingresos al segmento de la población que lo paga cuando bajan los precios internacionales. Este fue el acuerdo institucional que se convino en el caso

---

<sup>16</sup> \*Este comentario es el resultado de las discusiones que tuve con Cristina Fernández y Adriana Arreaza.

del café en Colombia y en otros países productores bajo el Acuerdo Internacional del Café. Permanece una inquietud macroeconómica ya que es probable que parte de los beneficios imprevistos tenga que concederse a los productores.

3. En el caso de las exportaciones mineras gravables, los FSR evitarán la “enfermedad holandesa” y los efectos de la inflación únicamente si todos los beneficios imprevistos se invierten en el extranjero. Por este motivo, deben ser muy claras las normas que rigen la definición de los ingresos procedentes de las divisas del fondo así como las normas que rigen la repartición de los ingresos del mismo en moneda local. Las compras en moneda local deberán coordinarse con las autoridades encargadas de la estabilización económica. A ello se debe que los responsables de políticas encargados de la estabilidad macroeconómica deberían estar representados en el esquema de gobernabilidad de los FSR y la junta debería contar con una estructura que tenga equilibrios de poder.

4. Si el auge de las divisas es el resultado del aumento de exportaciones diversificadas y el país tiene una política de crecimiento impulsado por las exportaciones, las entradas de divisas deben convertirse en moneda local en la que necesitan producir e invertir los exportadores; y un recargo sobre las exportaciones no tendría coherencia con la estrategia de crecimiento.

a. En este caso, para evitar la inflación debe producirse grandes superávits fiscales (lo cual es difícil en términos políticos) o sino, el banco central deberá realizar una importante esterilización de los flujos de divisas si interviene en el mercado. En este caso, aumentar los impuestos puede ser una medida política más fácil si los ingresos se destinan a la inversión por parte de un FSR.

b. El trabajo señala, con razón, que una esterilización por parte del banco central no será tarea fácil a menos que exista una represión financiera. Además, existe una bibliografía vasta sobre los costos de una represión financiera.

5. Los autores también abordan el papel que desempeñan los flujos de capital en el aumento de las reservas internacionales y su efecto desestabilizador (capacidad pro-cíclica). El trabajo parece favorecer los controles de capital para evitar este problema, lo cual ha sido muy tangible en América Latina. Una verdadera aportación al crecimiento de largo plazo en América Latina consistiría en apoyar el diseño de dichos controles.

a. En la práctica, algunas formas de control no han tenido mucho éxito. Este es el caso de los depósitos forzados en nuevos flujos de capital que instituyeron Colombia y Chile, los cuales tuvieron algunos efectos ventajosos tales como la extensión de los términos de los préstamos aunque no disminuyeron significativamente los flujos durante el auge.

b. ¿Cuáles son los costos y los beneficios de impedir que las empresas locales en los países con mercados bursátiles poco capitalizados puedan

- capitalizarse en el exterior? ¿Qué hay de los efectos de largo plazo de prohibir la inversión extranjera en épocas de elevadas entradas de capital?
- c. Una política que podría justificarse con mayor facilidad sería prohibir la inversión extranjera en bonos del gobierno si se exige un superávit fiscal.
  - d. ¿Por qué no limitar la inversión en el mercado bursátil, o un depósito forzado en inversiones en reservas?
  - e. Dados los efectos de los flujos de capital en el mercado de bienes raíces, se podría desalentar la inversión en la construcción pero ¿cuán efectivos serían estos controles?
  - f. Dicho de otro modo, uno podría obstaculizar el proceso pero sospecho que el remedio sería peor que la enfermedad.

6. Nuevamente, en el caso de América Latina muchos países concluyeron que en una economía globalizada, los controles estrictos de divisas, que posibilitan los controles de capital, no son favorables para el desarrollo. Por lo tanto, el sector extranjero se liberalizó radicalmente, incluidas todas las restricciones para la inversión extranjera.

- a. En algunos países, no existe legislación que restrinja la inversión extranjera en un sector determinado, incluidas las de carácter estratégico para la seguridad nacional. Dicha legislación podría evitar reacciones proteccionistas hacia la inversión extranjera si define claramente y en un sentido estricto las industrias que son de interés estratégico.
- b. Al mismo tiempo, se evitarían conflictos potenciales si los FSR tuviesen mandatos claros mediante los cuales se evite el uso de sus inversiones para fines geopolíticos, y una estructura de gobernabilidad que realice sus decisiones de inversión exclusivamente con base en los retornos económicos.

## El manejo del Fondo de Pensiones de Noruega<sup>17</sup>

### Introducción

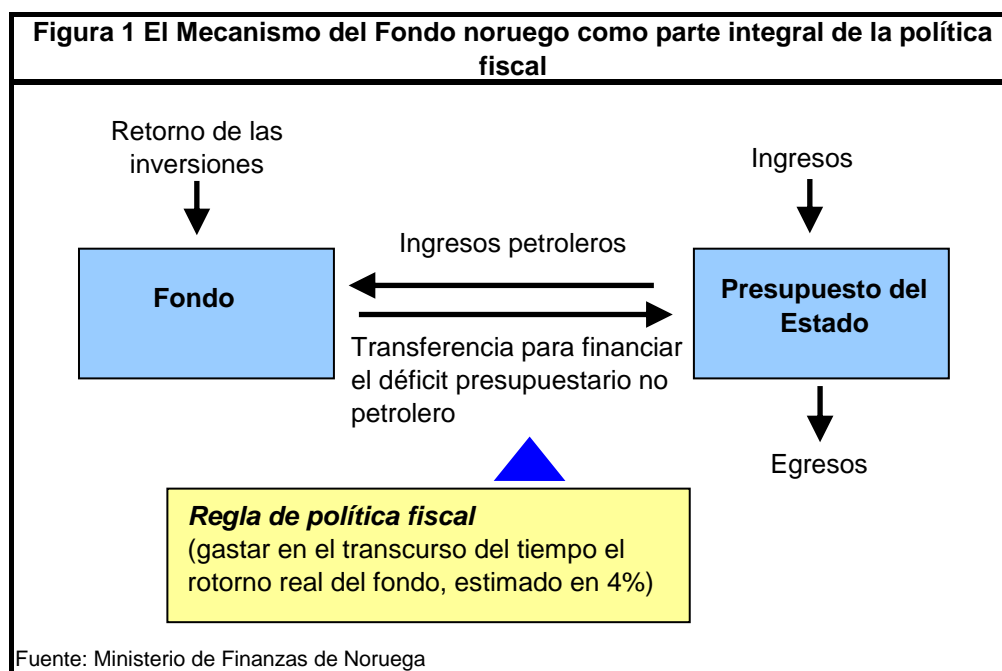
El Fondo de Pensiones Noruego-Global (FPG) fue creado oficialmente en 1990 bajo el nombre de “Fondo de Petróleo del Gobierno” como una herramienta de apoyo a la gestión prudente de los ingresos procedentes del petróleo. Desde la primera transferencia neta realizada en 1996, el Fondo ha crecido a pasos agigantados. Actualmente, tiene activos estimados por un valor de 2 billones de NOK, lo que equivale a unos 375.000 millones de dólares. Esto lo convierte en uno de los mayores fondos propiedad de un único dueño en el mundo. Un tercio de la cartera, es decir, aproximadamente 125.000 millones de dólares, está invertido en bonos y acciones en el mercado estadounidense. Los Estados Unidos son el principal país receptor de sus inversiones. Se prevé que el Fondo crezca significativamente en los años venideros y se estima que alcanzará la cifra de 3,5 billones de NOK a inicios del año 2012, lo que equivale aproximadamente a 600.000 millones de dólares (Véase el Gráfico 1).



El Fondo tiene un doble propósito: suavizar en el tiempo el gasto de los ingresos volátiles del petróleo y, al mismo tiempo, actuar como un vehículo de ahorro de

<sup>17</sup> Este capítulo se basa en la declaración hecha por Martin Skancke, Director General del Departamento de Gestión de Activos del Ministerio de Finanzas de Noruega, para la audiencia titulada “Inversiones de Gobiernos extranjeros en la economía y el sector financiero de EEUU” y que tuvo lugar el 5 de marzo de 2008. Dicha audiencia fue presentada ante el Subcomité de Política Monetaria Nacional e Internacional, Comercio y Tecnología y el Subcomité de Mercados Capitales, Seguros y Empresas patrocinadas por el Gobierno, que son parte del Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de EEUU.

largo plazo que permita al Gobierno noruego acumular activos financieros para hacer frente a los importantes compromisos financieros futuros que vienen asociados al envejecimiento de la población. Para proteger de manera eficaz la economía no petrolera de los efectos de un flujo volátil de divisas del sector petrolero, el Fondo sólo invierte en el extranjero. Las asignaciones que se destinan al Fondo y los retiros que se extraen de éste se integran plenamente en el presupuesto fiscal (Véase la Figura 1).



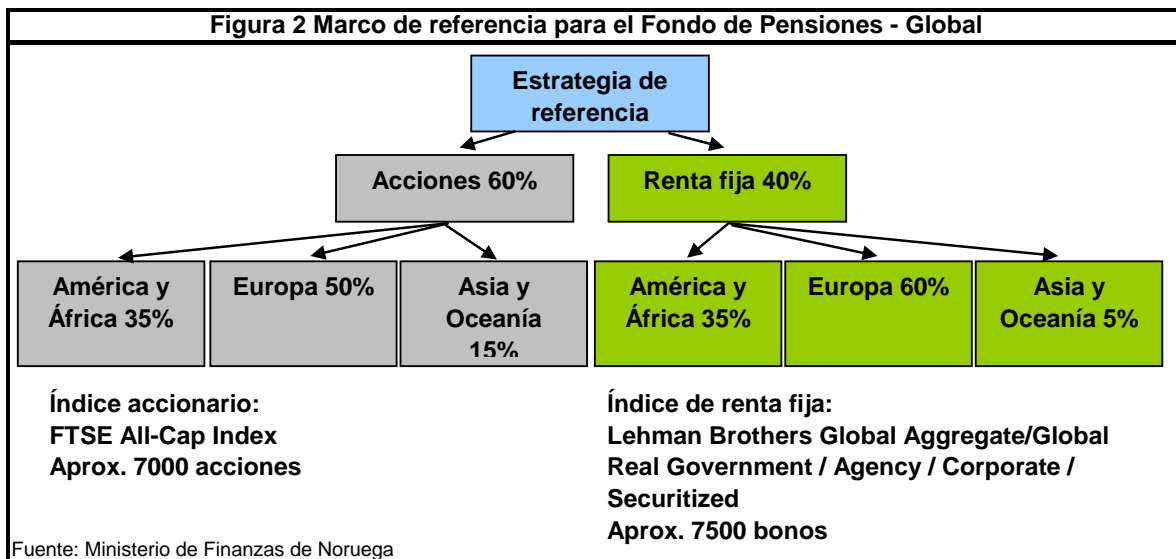
La acumulación de capital en el Fondo refleja cómo el agotamiento de un recurso no renovable es reemplazado por activos financieros gracias a las inversiones de éste. Lo mismo sucede actualmente con muchos fondos soberanos de riqueza en el mundo, incluido el Fondo Permanente de Alaska (*The Alaska Permanent Fund*) de los Estados Unidos.

Es beneficioso para todos contar con una gestión prudente del patrimonio petrolero de los países productores en mercados financieros que funcionen bien. El buen funcionamiento de los mercados financieros internacionales es mutuamente beneficioso ya que, por un lado, ofrece a los importadores de capital la oportunidad de financiar inversiones productivas sin disminuir el consumo actual y, por otro lado, ofrece a los exportadores de capital la oportunidad de mantener su consumo de manera uniforme en el tiempo y de obtener mayores retornos ajustados a los diferentes niveles de riesgo. La experiencia extraída de la década de los setenta –en la que hubo un reciclaje a gran escala de los ingresos procedentes del petróleo hacia la banca internacional por parte de los países productores– muestra que es aconsejable tener un enfoque de inversión más diversificado que incluya también la inversión en acciones.

Obsérvese además que el hecho de separar por un lado el gasto de los ingresos procedentes del petróleo, y por otro, el de los actuales flujos de ingresos petroleros mediante un fondo, permite a Noruega –y a otros países productores de petróleo– extraer esta materia prima a un ritmo mayor al que sería aconsejable si todas las ganancias entraran a la economía nacional continuamente. Por el contrario, si se restringen en los mercados financieros internacionales las inversiones de los FSR vinculados al petróleo, el atractivo relativo de ahorrar –manteniendo el petróleo bajo tierra– aumentaría. Por lo tanto, los fondos petroleros no sólo ofrecen una manera atractiva de reciclar los ingresos de los productores de petróleo hacia los mercados financieros internacionales, sino que también, pueden tener un efecto estabilizador indirecto en el mercado petrolero.

### Las inversiones del Fondo

El Fondo invierte en una extensa gama de instrumentos financieros a nivel mundial con la finalidad de lograr una amplia diversificación y de obtener buenos retornos de inversión asociados a riesgos financieros moderados. El Fondo es un inversionista financiero puro que posee pequeñas participaciones accionariales en más de 7.000 empresas por todo el mundo. Actualmente, la estrategia de asignación de activos se reparte en un 60% en acciones, y el 40% restante en renta fija. Para cada clase de activos, las inversiones del Fondo están distribuidas en los mercados financieros mundiales según la ponderación regional del marco estratégico y la ponderación que tienen los diversos títulos en los índices del mercado escogido (Véase la figura 2).



La estrategia de inversión ha evolucionado con el tiempo. A medida que ha aumentado el tamaño del Fondo, ha aumentado también el horizonte temporal de las inversiones. En 2001, se introdujo una nueva regla de política fiscal que

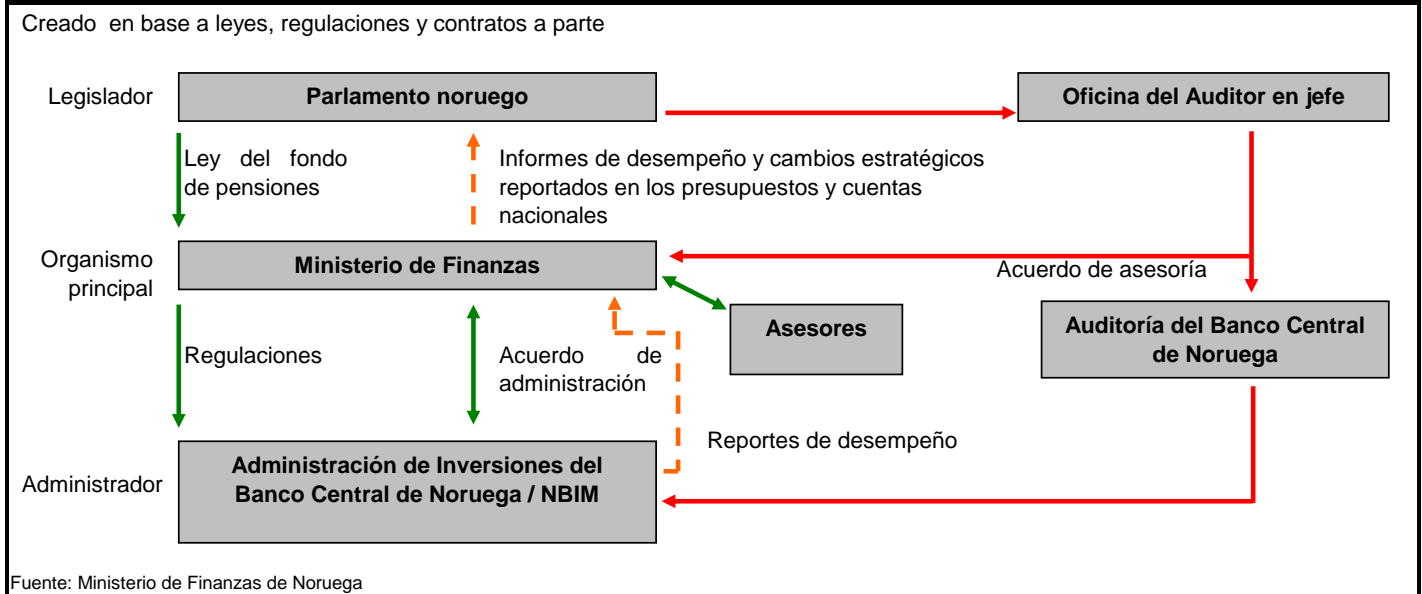
estipula que los retiros del Fondo destinados a cubrir el déficit presupuestario no vinculado al petróleo, deberían corresponder al retorno real estimado del Fondo. Mientras se respete esta regla, el capital del Fondo se preservará de forma indefinida en términos reales (pero no como porcentaje del PIB), lo que hará que éste funcione como una provisión con un horizonte de inversión, a priori, infinito. A esto se debe el hecho que se haya considerado más apropiado realizar inversiones menos líquidas y más riesgosas con los activos del Fondo. El cambio reciente más significativo ocurrió en 2007, cuando se tomó la decisión de incrementar del 40% al 60% la parte del Fondo destinada a la compra de acciones. En el marco estratégico de referencia ya se está considerando la participación en el mercado de bienes raíces.

Las autoridades noruegas consideran que el Fondo ejerce una influencia favorable en los mercados financieros internacionales, al promover la liquidez y la asignación de recursos. El Fondo tiene un horizonte de inversión a largo plazo, sin apalancamientos ni reclamos para el retiro inminente de fondos. Periódicamente, se equilibra la cartera para que la ponderación real de ésta concuerde con la ponderación estratégica estipulada. El Fondo comprará, por lo general, acciones cuando los precios de éstas estén relativamente bajos y venderá cuando suceda lo contrario. La naturaleza del Fondo constituye, además, un factor estabilizador para los mercados financieros.

### **La estructura de gobernabilidad**

La estructura de gobernabilidad del Fondo está marcada por una clara separación de responsabilidades entre las autoridades políticas y la administración operativa (Véase la figura 3). Bajo la Ley del Fondo de Pensiones, el Ministerio de Finanzas es el propietario formal del Fondo. Sin embargo, en la práctica, todos los cambios significativos en la estrategia de inversión se presentan al Parlamento antes de ser implementados, con el propósito de garantizar un amplio apoyo político a las decisiones estratégicas importantes.

**Figura 3 Estructura de gobernabilidad del Fondo de Pensiones - Global**



El Fondo es oficialmente una cuenta que mantiene el Ministerio de Finanzas en el Norges Bank (Banco Central Noruego). El Norges Bank invierte el valor de la cuenta en los mercados financieros internacionales a su mismo nombre a través del Departamento de Gestión del Fondo, *Norges Bank Investment Management* (NBIM). El Norges Bank es, por lo tanto, el dueño oficial de los activos extranjeros del Fondo. El valor de la cuenta que tiene el Ministerio en el banco equivale al valor de mercado de los activos extranjeros que tiene el banco. Por consiguiente, el Ministerio asume los riesgos derivados de las fluctuaciones del valor de mercado de los activos.

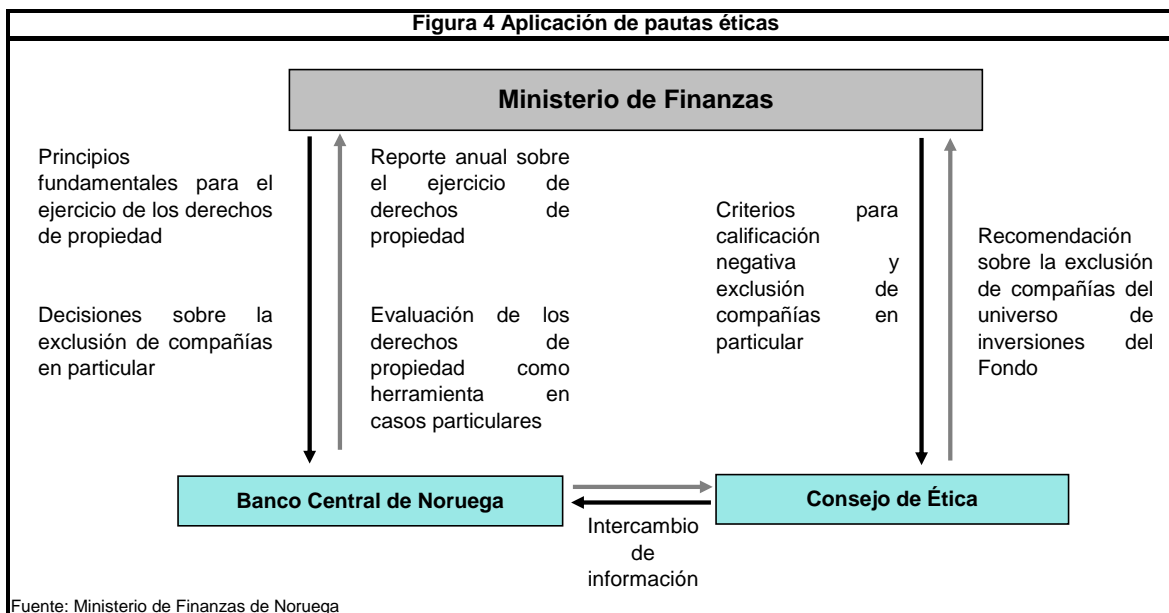
El Ministerio ha elaborado la estrategia de inversión del Fondo mediante el establecimiento de un marco de referencia claro y transparente con unos límites de riesgo bien definidos. Dentro de estos límites, se delega completamente la gestión operativa al Norges Bank. El banco gestiona una parte de los fondos de manera interna y subcontrata a gestores externos para manejar el resto. El Norges Bank, como dueño oficial de los activos, se ocupa también de ejercer los derechos de propiedad del Fondo.

El Ministerio de Finanzas, respaldado por un amplio consenso político, elaboró en 2004 los Lineamientos Éticos del Fondo. Los principales objetivos de estos lineamientos son la obtención de sólidos retornos financieros así como el respeto de los derechos fundamentales de las personas impactadas por las empresas en las que invierte el Fondo. Los Lineamientos Éticos son transparentes y predecibles y se basan en una serie de normas reconocidas internacionalmente, tales como el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y las Directrices de la OCDE para las empresas multinacionales.



Se han prescrito dos instrumentos de política –el ejercicio de los derechos de propiedad y la exclusión de empresas– como herramientas para promover los compromisos éticos del Fondo. Se hace especial hincapié en que los intereses de propiedad que el Fondo tiene en las empresas en las que invierte se ejercen con la finalidad de salvaguardar los intereses financieros de largo plazo que éste tiene. Las directrices se basan en el principio de que existe un vínculo entre el desarrollo económico sostenible y el desarrollo social y medioambiental sostenible, de modo que, a la larga, el Fondo –como inversionista ampliamente diversificado con un horizonte a largo plazo– se beneficiará de las empresas que respeten las normas éticas fundamentales.

Los fondos institucionales en general y los fondos soberanos en particular se enfrentan a desafíos específicos. Mientras que cada accionista individual puede vender los activos o fondos que considere poco éticos, los ciudadanos de Noruega tienen que aceptar el hecho de que son los ulteriores propietarios de las empresas en las que invierte el Fondo. Para preservar la legitimidad de éste, es importante que la mayor parte de los ciudadanos apruebe la propiedad en las diversas empresas. Por lo tanto, el Fondo evitará invertir en empresas cuyas prácticas constituyan un inaceptable riesgo de que el Fondo sea, o pueda ser, cómplice de actividades consideradas poco éticas. La decisión última de excluir a una empresa de las inversiones del Fondo está en manos del Ministerio de Finanzas, pero se basa en las recomendaciones de un Consejo de Ética independiente, las cuales están disponibles al público (Véase la figura 4). Esto no debe interpretarse como una infundada interferencia política en las inversiones del Fondo, sino que es una medida necesaria –basada en principios de transparencia e imparcialidad para garantizar el apoyo y la legitimidad de un fondo que es la piedra angular de la política macroeconómica de Noruega y que actualmente acumula activos por un monto equivalente a aproximadamente entre el 15% y 20% del PIB del país. Desde febrero de 2008, el Ministerio ha excluido a un total de 27 empresas de la lista de posibles receptoras de inversiones, principalmente como consecuencia de la exclusión de varias formas de producción de armamento, tales como bombas de racimo, minas terrestres y armas nucleares.



## Transparencia y labor internacional de los Fondos Soberanos de Riqueza

Los factores clave para la gestión del Fondo noruego incluyen un alto grado de transparencia en todos los aspectos relacionados con su propósito y con su funcionamiento: el papel del Fondo como inversionista puramente financiero es decir, que no realiza inversiones estratégicas; un objetivo explícito de maximizar los retornos financieros y una clara separación entre las responsabilidades de las autoridades políticas y las de los gestores administrativos. El Norges Bank presenta trimestralmente informes financieros del Fondo. El banco también ha publicado sus prioridades en el área de gobernabilidad corporativa. Una lista completa con cada uno de los activos que tiene el Fondo se publica anualmente y, desde 2007, se publica también una lista completa con la información sobre cómo ha votado el Banco en cada uno de los aspectos de las empresas en las que ha ejercido este derecho. Esta lista abarca aproximadamente 40.000 temas en más de 4.000 empresas. Por otro lado, el Ministerio de Finanzas presenta un informe anual al Parlamento noruego con información detallada sobre los retornos y que además contiene una extensa discusión sobre los temas relacionados con la estrategia de inversión y con la implementación de los Lineamientos Éticos. Gran parte de esta información está disponible tanto en noruego como en inglés.

Es fundamental contar con un alto grado de transparencia para alcanzar y mantener el apoyo a la gestión del patrimonio petrolero que hace el Gobierno. Esta gestión conlleva el manejo de grandes excedentes presupuestarios y la acumulación de importantes cantidades de activos financieros altamente visibles. El espíritu de apertura en la gestión del Fondo contribuye a estabilizar los mercados financieros internacionales, ya que otros participantes del mercado se familiarizan con su estrategia de inversión y su contexto, contribuyendo así al buen funcionamiento de dichos mercados. Además, la transparencia aporta un

efecto disciplinario a la gestión del Fondo, es decir, como el desempeño de éste se somete a escrutinio público, los administradores están obligados a proveer sólidos retornos financieros.

Por lo tanto, los administradores del Fondo son de la opinión que un alto grado de transparencia no compromete los retornos del Fondo. Sin embargo, su estrategia de inversión se ha centrado en inversiones financieras muy diversificadas en mercados altamente líquidos, mientras los costos que acarrea la transparencia pueden ser más elevados para un inversionista estratégico en mercados menos líquidos.

La transparencia se ha convertido en un tema central del debate internacional sobre los FSR. Al ser un concepto abstracto se necesitaría, tal vez, un enfoque más detallado sobre lo que significa un mayor grado de transparencia si se quiere avanzar en esta área. Por lo tanto, se requiere una mejor definición del concepto de transparencia y de los elementos de apertura necesarios que mejor contribuyan al buen funcionamiento de los mercados.

Conviene distinguir las tres áreas de transparencia:

- La estructura de gobernabilidad: ¿Quiénes son los dueños ulteriores de un Fondo? ¿Quiénes toman las decisiones de inversión? ¿Cuáles son los convenios de control, de supervisión y de auditoría?
- Los objetivos de inversión: ¿Cuál es el propósito del fondo? ¿Cuál es el horizonte de tiempo para las inversiones? ¿Cuáles son las normas que regulan las asignaciones y los retiros del fondo?
- La estrategia de inversión e implementación: ¿Cuál es el volumen del fondo? ¿Cuál es la composición de los activos? ¿Cuál es el límite de riesgo tolerable? ¿Cuáles son los retornos esperados?

La transparencia sobre la estructura de gobernabilidad y sobre los objetivos de inversión constituiría una medida útil que servirían para disipar ciertas inquietudes sobre las inversiones de los FSR.

La transparencia en la estrategia de inversión y en su implementación debería reflejar las características del inversionista. La exigencia de una mayor transparencia debe equilibrarse con los intereses comerciales legítimos de los inversionistas. Si bien el Fondo noruego se caracteriza por un alto grado de transparencia, existen ciertos aspectos en la gestión del Fondo que, por razones puramente comerciales, no son de conocimiento público. Hay riesgos que se asocian al uso de considerables montos de capital en los mercados financieros. Revelar el momento exacto y el procedimiento empleado para las asignaciones del Fondo antes de que se realicen las transacciones, podría tener efectos adversos en los precios de los mercados. Conviene encontrar el justo equilibrio entre la necesidad de ser transparentes y el buen uso del sentido comercial para evitar estar en una posición de desventaja en el mercado.

La transparencia debe funcionar en ambos sentidos. Si los países receptores establecen procesos de evaluación para responder a la legítima inquietud que suscita la seguridad nacional, debe haber transparencia sobre cómo se toman dichas decisiones de evaluación, sobre quién las toma, así como sobre los criterios que se emplean para ello. La falta de transparencia en esta área puede levantar sospechas sobre un posible proteccionismo financiero, introducir cierto grado de inseguridad al proceso de inversión, provocar la pérdida de confianza del inversionista y, por último, restar atractivo a los países receptores no transparentes.

Incluso un proceso transparente puede restar atractivo relativo a un mercado si los inversionistas extranjeros de FSR tienen que someterse a un tedioso proceso formal que les sitúe en una posición de desventaja frente a los inversionistas nacionales o frente a otros inversionistas extranjeros.

Las autoridades noruegas apoyan el análisis que realizan tanto el FMI como la OCDE sobre los efectos de los FSR. Cualquier iniciativa que desarrolle un conjunto de buenas prácticas debería ser llevada a cabo por el FMI en colaboración con sus socios relevantes. Agradecen, además, el enfoque constructivo del trabajo que presentó la Comisión de la Unión Europea el 27 de febrero de 2008. Sin embargo, no ven la necesidad de crear regulaciones que restrinjan las actuales actividades de inversión del Fondo, o de crear cualquier norma que imponga restricciones a los FSR diferentes a las aplicables al resto de inversionistas.

Dejando de lado las aisladas restricciones propias de la seguridad nacional, debe respetarse tanto la libertad de inversión como el principio fundamental de igual trato para todos los accionistas. En la declaración de la cumbre del G8 que se celebró en Heiligendamm, el 7 de junio de 2007, se expresó lo que podría constituir un principio sólido: "...nos comprometemos a minimizar cualquier restricción nacional sobre las inversiones extranjeras. Dichas restricciones deben aplicarse únicamente a casos excepcionales relacionados con la seguridad nacional".

### **La gobernabilidad corporativa en los Estados Unidos**

Con respecto a las inquietudes relacionadas con el marco regulador y con la gobernabilidad corporativa, Skancke apunta que, si bien estos asuntos son pertinentes e importantes, se encuentran bajo responsabilidad del Norges Bank en tanto que es el inversionista y el propietario oficial de los activos del Fondo.

El Fondo de Pensiones noruego tiene un horizonte temporal situado a muy largo plazo y, en principio, invierte de forma permanente en los mercados de capital internacionales. Es de interés financiero para el Fondo que las empresas en las

que invierte estén bien administradas, sean rentables y operen en mercados que funcionen bien. Disponer de un marco regulador sólido y de unos buenos convenios de gobernabilidad son requisitos indispensables para ello.

Norges Bank ha optado por concentrar su trabajo de gobernabilidad corporativa en un grupo reducido de áreas consideradas fundamentales para los retornos a largo plazo del Fondo. El banco, en colaboración con otros grandes inversionistas institucionales europeos (Hermes, ABP y PGGM), entabló un diálogo con las autoridades estadounidenses sobre los derechos de los accionistas en las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa. El Norges Bank constata que la ausencia de rendición de cuentas que todavía sucede en muchas corporaciones constituye una fuente potencial de riesgos. Además, señala que la influencia que ejercen los accionistas en la composición de las juntas permite erigir un sistema balanceado de equilibrios de poder entre los administradores (agentes) y la junta que representa al capital. Un mayor progreso en la rendición de cuentas de las juntas corporativas tendría un efecto favorable en el atractivo del mercado estadounidense para los inversionistas internacionales. En el informe anual de 2007, el Norges Bank destaca el progreso que se ha alcanzado en algunas áreas de gobernabilidad corporativa con las autoridades estadounidenses, pero al mismo tiempo, expresa su inquietud sobre la falta de progreso alcanzado en otras.

## **Apéndice**

### **Resumen sobre el Fondo de Pensiones del Gobierno-Global**

(Ex Fondo de Petróleo del Gobierno)

#### **Antecedentes**

1969: Descubrimiento de petróleo en el Mar del Norte (Ekofisk); empieza la producción en 1971.

1990: El Parlamento aprueba la Ley sobre el Fondo de Petróleo del Gobierno.

1996: Primera transferencia neta al Fondo. Invertida en reservas de divisas del Banco Central.

1998: Inversión en acciones introducida en el marco de referencia (asignación de 40%).

2000: Se agregan cinco mercados emergentes al marco de referencia de las acciones.

2002: Se agregan bonos no gubernamentales al marco de referencia de renta fija.

2004: Nuevos Lineamientos Éticos.

2006: El Fondo de Petróleo del Gobierno adopta otro nombre: Fondo de Pensiones del Gobierno (Global).

2007: Incrementa a 60% la cuota de inversión en acciones. Se incluyen acciones de empresas pequeñas en el marco de referencia.

#### **Objetivo**

El Fondo de Petróleo fue creado en 1990 como una herramienta de política fiscal que sirviera de apoyo a la gestión de largo plazo de los ingresos procedentes del petróleo. El cambio de nombre a Fondo de Pensiones (Global) en 2006 fue parte de una reforma más amplia del sistema de pensiones, que destacaba el papel del Fondo en facilitar al Gobierno los ahorros necesarios para hacer frente a los crecientes gastos de la pensión pública en los años venideros. El Fondo no ha sido diseñado para efectuar los gastos de pensiones.

#### **“El modelo del Fondo Petrolero noruego” en síntesis**

- El Fondo está plenamente integrado al presupuesto del Estado. Funciona como una herramienta que fortalece el proceso presupuestario y sirve de complemento a las instituciones ya existentes.
- El Fondo sólo invierte en activos financieros en el extranjero. Esto garantiza la diversificación del riesgo y los buenos retornos financieros y permite que se proteja la economía no petrolera.
- Existe un alto grado de transparencia y de divulgación de la información. Esto permite lograr un apoyo público para la buena gestión de los ingresos procedentes del petróleo y mitiga los riesgos de una mala gobernabilidad.

#### **Características clave del diseño**

- Los flujos del Fondo abarcan los ingresos del Estado procedentes del petróleo, las transacciones financieras netas relacionadas con las actividades petroleras así como el retorno sobre las inversiones del Fondo.
- Las salidas del Fondo son la suma requerida para cubrir el déficit presupuestario no petrolero. Esto significa que el Fondo está plenamente integrado en el presupuesto del Estado y que las asignaciones netas al Fondo constituyen el excedente presupuestario total (incluidos los ingresos procedentes del petróleo). La política fiscal –que regula las salidas del Fondo– se rige por un lineamiento por el cual el déficit estructural presupuestario no petrolero deberá corresponder, en el transcurso del tiempo, al retorno real del Fondo estimado en el 4%.

### **Gobernabilidad**

- El Ministerio de Finanzas es el encargado de la gestión del Fondo.
- La gestión operativa es responsabilidad del Norges Bank (el Banco Central) que invierte el Fondo en consonancia con las directrices que emite el Ministerio.
- Los cambios significativos que se realicen en las directrices de inversión deberán ser presentadas al Parlamento antes de que ser implementadas.
- El Norges Bank, el Consejo Consultivo sobre estrategias de inversión así como los consultores externos asesoran al Ministerio sobre las directrices de inversión.
- El Ministerio contrata a consultores externos para efectuar evaluaciones independientes sobre el rendimiento el desempeño y los costos.

### **Directrices de inversión**

- La estrategia de inversión debe servir para obtener elevados retornos financieros con un perfil de riesgo moderado.
- El Fondo sólo invierte en instrumentos financieros en el extranjero. El Fondo es un inversionista puramente financiero con una cartera diversificada con participaciones no estratégicas en una amplia gama de empresas.
- Los resultados financieros del Fondo se evalúan principalmente en términos de moneda internacional, con el propósito de medir la evolución del poder adquisitivo internacional del Fondo.
- Las acciones constituyen el 60% del marco de referencia de la cartera del Fondo. Está formada por acciones que cotizan en los mercados bursátiles de Europa (50%), América/África (35%) y Asia/Oceanía (15%).
- Los instrumentos de renta fija representan el 40% restante de la cartera y constan de instrumentos de renta fija emitidas en divisas de Europa (60%), América/África (35%) y Asia/Oceanía (5%).

### **Lineamientos Éticos**

Los Lineamientos Éticos del Fondo se basan en las recomendaciones de la Comisión Graver (NOU 2003:22). Los lineamientos poseen dos características principales:

- El Fondo es un instrumento que debe garantizar que una proporción razonable del patrimonio petrolero del país beneficie a las generaciones futuras. Las

generaciones actuales tienen la obligación ética de administrar el Fondo de manera que éste genere sustanciales retornos.

- El Fondo no deberá realizar inversiones que comporten el riesgo inaceptable de que se cometan actos u omisiones que no sean éticos, tales como la violación de principios humanitarios fundamentales, la violación grave de los derechos humanos, la corrupción y la provocación de daños medioambientales graves.

Se emplean los siguientes mecanismos para implementar los Lineamientos Éticos:

- Administrar bien el Fondo con la finalidad de obtener elevados retornos con un perfil de riesgo moderado.
- Ejercer los derechos de propiedad que se asocian a la tenencia de acciones (responsabilidad del Norges Bank).
- Excluir a algunas empresas de las inversiones del Fondo (el Ministerio es el encargado de tomar esta decisión con el asesoramiento del Consejo de Ética). Excluir de las inversiones algunos bonos gubernamentales (responsabilidad del Ministerio).

### Transparencia

La administración de los ingresos procedentes del petróleo en general y el Fondo en particular, se caracterizan por un alto grado de transparencia y por la divulgación de la información pertinente.

- El Ministerio reporta al Parlamento sobre todas las cuestiones importantes relacionadas con el Fondo, tales como el monto de los ingresos procedentes del petróleo; la perspectiva de sostenibilidad fiscal; los cambios en la estrategia de inversión, el desempeño del Fondo, los riesgos y los costos.
- El Ministerio pone a disposición pública el asesoramiento y los informes que recibe del Norges Bank, del Consejo de Estrategia y de los consultores externos.
- El Norges Bank publica trimestralmente los informes sobre la administración del Fondo así como un informe anual y un listado anual de todas las inversiones.

### Números clave

	2005	2006	2007	1998-2007
Tamaño en miles de millones de NOK	1.399	1.784	2.019	
Tamaño en miles de millones de USD	207	285	380	
Retorno total en % (De la cesta de monedas)	11,1	7,9	4,3	6,0
...del cual es retorno excedentario del administrador	1,1	0,2	-0,2	0,4
Retorno neto real en %	8,5	5,6	1,1	4,3

Fuente: Ministerio de Finanzas de Noruega



## **Comentarios sobre la ponencia “El manejo del Fondo de Pensiones de Noruega” basado en declaraciones de Martin Skancke**

**Ana María Jul**

Se pueden distinguir diversos aspectos que conforman las características de un Fondo Soberano de Riqueza (FSR). Estos incluyen sus objetivos, el diseño, la gobernabilidad, la estrategia de inversión, la transparencia y los lineamientos éticos. Estos comentarios comparan el Fondo de Pensiones noruego (Global) (FPN) y los FSR de Chile, y se centran en los objetivos y el diseño relativos al uso de un FSR como instrumento de política fiscal.

### **NORUEGA**

#### **Objetivos del FPN**

El FPN constituye un instrumento de manejo fiscal cuyo propósito es garantizar la transparencia en el uso de los ingresos petroleros, enmarcado en un proceso presupuestario coherente. El FPN busca manejar el uso de ingresos petroleros volátiles y acumular activos financieros para hacer frente a compromisos futuros asociados con el envejecimiento de la población.

#### **Diseño del FPN**

El marco presupuestario y macroeconómico en que se inserta el FPN puede caracterizarse por el uso de conceptos de resultados estructurales<sup>18</sup>, efectivos y no petroleros, de cuentas generacionales y de la tasa promedio de retorno real esperada (TPRRE) del FPN.

Las asignaciones al FPN están constituidas por los ingresos petroleros estatales así como los retornos sobre las inversiones financieras del Fondo mientras que los recursos se utilizan para financiar el déficit presupuestario no petrolero. De esta manera los flujos netos de recursos al FPN reflejan superávits presupuestarios efectivos.

Los recursos del FPN no están vinculados a gastos específicos lo que da al Gobierno cierta flexibilidad en el manejo de la política fiscal y cabida para manejar los efectos de las caídas inesperadas en los ingresos.

está anclada en una regla que establece que a lo largo del tiempo, es decir, no necesariamente para cada presupuesto, el déficit no petrolero debe

---

<sup>18</sup> Los principales ajustes para obtener el resultado estructural lo constituyen los ajustes a los ingresos tributarios asociados a la actividad económica y a los gastos relativos a la tasa de desempleo.

corresponder a la TPRRE<sup>19</sup>. Se busca incorporar gradualmente los ingresos petroleros a la economía no petrolera, reduciendo el riesgo del mal holandés (*Dutch disease*) y preservando indefinidamente el capital del fondo en términos reales.

## **CHILE**

El marco presupuestario y macroeconómico en que se insertan los FSR se caracteriza por el uso de conceptos de resultados estructural y efectivo, y la regla de balance estructural (RBE). La RBE excluye el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores de naturaleza similar, relacionando así el gasto público con la trayectoria de los ingresos fiscales permanentes. La posición de la política fiscal se establece en relación a la meta de balance estructural, actualmente fijada en 0,5% del PIB.

La Ley sobre Responsabilidad Fiscal (LRF), aprobada en 2006, creó un Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y un Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) para administrar los recursos que derivan de la aplicación de la RBE. En 2008, se anunció la creación de un tercer fondo llamado Fondo Bicentenario (FB).

### **Objetivos de los FSR**

El objetivo del FRP es complementar el financiamiento de contingencias futuras en materia de pensiones. El objetivo principal del FEES es constituir un vehículo de ahorro fiscal inter-temporal para financiar eventuales déficits fiscales con recursos superavitarios de períodos anteriores. El objetivo del FB es financiar becas en el exterior utilizando solamente los retornos financieros del fondo.

### **Diseño de los FSR**

La LRF establece usos para los superávits fiscales efectivos anuales.

- Cada año, el Gobierno debe realizar un aporte al FRP equivalente al superávit efectivo del año anterior, con un mínimo de 0,2% y un máximo de 0,5% del PIB. Este aporte puede provenir de recursos generados por el superávit fiscal, de recursos transferidos desde el FEES o de recursos obtenidos mediante endeudamiento.
- Si el superávit efectivo menos el aporte al FRP genera un saldo positivo, el Gobierno puede efectuar un aporte de capital al BCCh por un monto máximo equivalente al superávit efectivo remanente, hasta un 0,5% del PIB y por un período de cinco años que rija a partir del año 2006.

---

<sup>19</sup> Actualmente, la TPRRE que se usa es de un 4% real.

- El superávit remanente deberá depositarse en el FEES. Los aportes netos al FEES pueden incrementarse a través de la emisión de deuda pública.

Los retornos proyectados del FEES del año en curso se consideran ingresos estructurales<sup>20</sup>. Inicialmente, los retornos del FRP se capitalizaban pero desde 2008 forman parte del presupuesto y deben financiar exclusivamente los gastos previsionales.

La LRF también establece reglas para el uso de los recursos que se acumulen en los fondos.

- En el caso del FRP, establece límites al monto de los gastos previsionales anuales que se pueden financiar con los recursos del Fondo a partir del año 2016.
- Los recursos del FEES se pueden utilizar principalmente para financiar las operaciones del gobierno cuando hay déficit. Pueden financiar además amortizaciones regulares o anticipadas de la deuda pública, el aporte mínimo de 0,2% del PIB al FRP, así como aportes extraordinarios al FRP. Los recursos del FEES también pueden utilizarse para sustituir ingresos estructurales considerados en el presupuesto, cuando estos no se realizan.

## **NORUEGA Y CHILE**

### **Objetivos**

Noruega. Un fondo con doble propósito, el FPN es un fondo de ahorro y de financiamiento del presupuesto no petrolero sin vinculación a pasivos.

Chile. Se utilizan tres fondos: uno para la estabilización del gasto que no tiene vinculación a pasivos específicos pero cuyo uso está ligado al financiamiento del presupuesto a través de la RBE; otro para acumular ahorros que está vinculado a pasivos derivados de las reformas previsionales, y un tercer fondo que financia becas en el exterior.

### **Regla fiscal**

Noruega. No tiene una regla fiscal rígida, lo que permite manejar los recursos petroleros con cierta flexibilidad ya que la regla autoriza que el déficit estructural no petrolero exceda o sea menor que la TPRRE, y que el aporte del FPN al presupuesto no requiera ajustarse a las variaciones bruscas de la tasa de

---

<sup>20</sup> A partir de 2009, se utilizará la tasa esperada de retorno de largo plazo para determinar los retornos que se considerarán ingresos estructurales, en lugar de los retornos efectivos como se hace actualmente.

retorno real efectiva anual del FPN<sup>21</sup>. La no vinculación de los recursos del FPN también otorga flexibilidad para manejar las caídas bruscas e inesperadas en los ingresos, pero puede hacer que las finanzas públicas sean más vulnerables en el largo plazo.

Chile. La RBE es una regla rígida de flujos que determina la magnitud del gasto fiscal presupuestario en relación con los ingresos estructurales del año. Sin embargo, se permite flexibilidad en la gestión de las reservas de recursos del FEES, por ejemplo, permitiendo acumular ahora (mediante la emisión de deuda) para financiar gastos futuros o acumular menos recursos previo pago de la deuda pública así como también se permite la sustitución de ingresos estructurales. Por otra parte, el reconocimiento de los retornos totales del FEES y del FRP del año en curso (como ingresos estructurales) exponía al presupuesto a la volatilidad de los retornos de los fondos. Considerar los retornos del FEES como ingresos estructurales también podría generar problemas de sostenibilidad fiscal en el futuro si disminuyen los activos del FEES cuando estos se utilicen en la implementación de una política fiscal contra-cíclica.

### **Resultado estructural**

Noruega. No utiliza un concepto de resultado estructural respecto del precio del petróleo. Se hacen proyecciones de tres años basadas en los compromisos de gasto ya existentes y se obtiene como residuo los ingresos que serían necesarios para financiar esos gastos, tomando en cuenta un déficit estructural no petrolero equivalente a la TPRRE. Si los ingresos necesarios exceden los ingresos proyectados, se busca recortar gastos pero el financiamiento puede exceder o ser menor que la TPRRE dependiendo de los objetivos del gobierno, especialmente para programas nuevos. Si los ingresos proyectados exceden los ingresos necesarios, el Gobierno puede incorporar nuevos gastos, disminuir impuestos o tener un déficit no petrolero menor que la TPRRE.

Chile. El nivel de gasto se determina por la diferencia entre los ingresos estructurales, incluyendo un ajuste respecto del precio del cobre y el valor meta de la RBE. Se proyectan los compromisos de gastos de programas ya existentes y si estos son menores que el gasto permitido bajo la RBE, se identifican nuevos programas en concordancia con las prioridades del gobierno.

### **Acumulación de recursos**

En ambos países, la acumulación de recursos en los fondos refleja superávits presupuestarios efectivos aunque en Noruega está sujeta al resultado del año en curso mientras que en Chile depende del resultado del año anterior. Sin embargo, en Noruega los recursos depositados en el FPN reflejan operaciones

---

<sup>21</sup> La tasa anual de retorno del FPN ha fluctuado entre 8 % en 1999-2000 a 2% en 2002-2003, y subió a 4% en 2007, con un retorno promedio de 4,57% en el período 1996-2007.

de partida ordinaria mientras que en Chile reflejan además operaciones bajo la línea.

### **Coyuntura macroeconómica**

Ni la TPRRE en Noruega ni la RBE en Chile garantizan que la posición de la política fiscal sea compatible con el logro de la meta de inflación, dada la posición de las políticas monetaria y cambiaria. Esto suele suceder cuando la economía se ve afectada por choques externos, como ocurrió en 2007 y 2008. Por lo tanto, en ambos casos es necesario definir, además, la posición de la política fiscal dentro de un marco de compatibilización macroeconómica que tome en cuenta la situación coyuntural.

### **Absorción de recursos del petróleo y del cobre**

Noruega. La absorción paulatina de los ingresos petroleros se puede obtener a través de mayores gastos y/o menores impuestos, y el ritmo al que se realiza dependerá del valor de la TPRRE<sup>22</sup>.

Chile. El valor que se le asigna a la RBE depende de los pasivos a largo plazo que el Gobierno necesita financiar y no apunta a una distribución inter-generacional de los ingresos del cobre. Además, la absorción gradual se busca a través del manejo del gasto. Los pasivos de largo plazo, considerados para determinar el valor de la meta de balance estructural, incluyen las pérdidas cuasi fiscales del BCCh derivadas del rescate de la banca privada de la década de los ochenta, la deuda previsional (bonos de reconocimiento) y la deuda externa del gobierno.

### **Lecciones**

La experiencia de Noruega y de Chile con los FSR como instrumento de política fiscal muestra que es necesario:

- contar con una regla fiscal para incorporar al presupuesto ingresos volátiles y transitorios derivados de las exportaciones de productos básicos como el petróleo y el cobre.

---

<sup>22</sup> Las proyecciones para 2008-2060 muestran que si se utiliza la regla de la TPRRE del 4%, el déficit estructural presupuestario no petrolero aumentaría de un 2% del PIB en 2000 a 7% del PIB en 2020, para disminuir a 5% del PIB en 2060. En cambio si se hubiera utilizado anualmente el flujo de caja neto del gobierno, el déficit variaría de 4% del PIB en 2000 a 22 % del PIB en 2009 para luego tener que reducirse entre 6-7% del PIB en 2018, y hasta menos de un 1% del PIB en 2060.

- reconocer explícitamente los pasivos fiscales de largo plazo si se espera que los ingresos caigan significativamente y/o que ciertos gastos aumenten sistemática o rápidamente.

# Los Fondos Soberanos de Riqueza de Singapur

Anthony Elson

## 1. Introducción

El papel que desempeñan los Fondos Soberanos de Riqueza en el sistema financiero mundial ha llamado fuertemente la atención en los últimos tiempos a raíz de sus grandes inversiones en instituciones financieras de países industrializados. Desde la década de los noventa, cuando el valor agregado de sus activos rondaba los USD 500 mil millones, estos fondos acumularon activos aproximadamente por unos USD 3 billones en 2007<sup>23</sup>. Si bien es relativamente pequeño comparado con los activos financieros a nivel mundial, (aproximadamente 1,3%), según las estimaciones de *Mckinsey Global Institute*, el valor de los FSR es superior en activos a los que poseen los fondos de capital privado y los fondos de cobertura. Más aún, el valor de estos está aumentando aceleradamente, y según algunas estimaciones, se espera que alcance una cifra superior a los USD 12 billones para 2015<sup>24</sup>.

Como en el caso del capital privado y de los fondos de cobertura, los FSR operan con un grado bastante limitado de transparencia<sup>25</sup>. La falta de claridad con respecto a su funcionamiento ha suscitado dos inquietudes a nivel mundial: como entidades gubernamentales, las inversiones de estos fondos pueden verse motivadas por objetivos políticos más que puramente por objetivos comerciales y financieros; la otra inquietud es que podrían ejercer una influencia desestabilizadora en el sistema financiero mundial ya que los gobiernos buscan estrategias de inversión más agresivas que las empleadas con las inversiones gubernamentales que se realizan a través de las reservas internacionales.

Como resultado de estas inquietudes, el FMI y la OCDE han puesto en marcha una iniciativa para crear códigos de conducta relativos a las prácticas de gobernabilidad y de inversión de dichos fondos. El FMI ha elaborado directrices para la presentación de informes y la administración de reservas internacionales de los bancos centrales, pero no existen directrices para los FSR que se asemejen a los desarrollados para dichos fondos de reserva.

Aproximadamente dos tercios de los FSR existentes son fondos de productos básicos, los cuales se crearon con los beneficios imprevistos procedentes de las exportaciones petroleras o minerales. Estos fondos sirven de amortiguadores contra las fluctuaciones en el precio de los productos básicos o como fondos de ahorro para realizar transferencias futuras de generación en generación. El otro tercio de estos fondos, se creó principalmente en Asia oriental con los elevados

---

<sup>23</sup> Para estimaciones recientes, véase *Deutsche Bank Research* (2007).

<sup>24</sup> Estas proyecciones se extraen de Jen (2007).

<sup>25</sup> El Fondo de Pensiones Noruego (Global) es claramente una excepción a este patrón.

superávits procedentes de las exportaciones de algunas de sus economías. Estos países, tales como China y Corea, se han resistido a una marcada apreciación sus monedas y, como resultado, han acumulado importantes reservas internacionales con las cuales han creado sus FSR. Una proporción significativa de la acumulación de reservas de estas economías se refleja en las considerables obligaciones de deuda nacionales que se asocian a las operaciones de esterilización de sus respectivos bancos centrales.

En lo que respecta a las inversiones de los FSR, Singapur es un caso particular en el sentido que los suyos no se basan en productos básicos ni están vinculados a una importante acumulación de deuda nacional. Son producto de una larga tradición de gestión fiscal conservadora y de la creación de considerables superávits fiscales en el tiempo. Singapur se destaca en este sentido, por ser uno de los pocos países con dos fondos de riqueza soberana, *Temasek Holdings* (en adelante, TSK) y la Corporación de Inversiones del Gobierno (GIC). Cabe resaltar la experiencia de Singapur, ya que estos vehículos de inversión han tenido una duración más larga en comparación con otros fondos de la misma naturaleza. Un dato importante es que más de la mitad de los actuales FSR se crearon a partir del año 2000.

En este capítulo, que consta de cuatro secciones, se analizará la experiencia de Singapur con dichos fondos. En la segunda sección, se examinará cómo el contexto macroeconómico del país ha favorecido la creación de los mismos. Es importante conocer este contexto para entender las diferencias más resaltantes entre TSK y GIC. En la tercera sección, se hará un análisis comparativo de ambos en términos de su relación financiera con el Gobierno, sus inversiones y la estructura de gobernabilidad. Por último, se identificarán las implicaciones y las lecciones aprendidas de la experiencia de Singapur para el debate a nivel mundial sobre el papel que los FSR desempeñan en el sistema financiero internacional.

Un gran inconveniente para el estudio del presente tema es que la información de la que se dispone sobre estos fondos es relativamente limitada, en especial en lo que respecta a la GIC. En este sentido, estos dos fondos comparten características comunes con muchos otros FSR.

## **2. El contexto macroeconómico de Singapur**

No se puede entender los FSR de Singapur sin evaluar las singulares características macroeconómicas del país.

Como pequeña ciudad-Estado, la economía de Singapur siempre se ha reconocido por su papel de “centro de almacenamiento” a lo largo de rutas comerciales estratégicas. La actividad comercial y los servicios relativos a la actividad comercial (transporte, logística, suministro de carburantes, seguros y finanzas) han constituido, desde hace muchos años, el eje de la economía. Sin



embargo, después de la independencia y de la ruptura con la Federación de Malasia en 1965, la subsistencia de la economía de Singapur se puso en tela de juicio, ya que dependía de la agricultura de productos básicos provenientes del interior de Malasia y del mercado que esta proveía al pequeño sector manufacturero. En esa coyuntura crítica, Singapur se embarcó en un programa de desarrollo manejado por el Estado para fomentar la actividad manufacturera orientada a la exportación, basada tanto en la inversión extranjera directa como en la inversión pública<sup>26</sup>.

Desde la década de los sesenta, el gobierno de Singapur auspició la creación de una serie de empresas estatales (o de corporaciones vinculadas al gobierno, GLC<sup>27</sup> como se les conoce localmente) que funcionarían en varios sectores de la economía, fundamentalmente en el sector servicios. La característica distintiva del enfoque gubernamental con respecto al capitalismo manejado por el Estado fue su compromiso de manejar las GLC en términos estrictamente comerciales y para promover actividades financieras sólidas a lo largo de todo el sector público. La operación rentable de las GLC dio lugar a importantes ahorros corporativos. El Gobierno también incitó fuertemente los ahorros privados domésticos. Uno de los principales instrumentos que sirvieron para fomentar los ahorros privados domésticos fue el *Central Provident Fund (CPF)*, un sistema de jubilación de contribución fija en vez de un programa nacional de pensiones financiado por el Gobierno. Las tarifas de las aportaciones de los empleados y los empleadores se fijaron a tasas relativamente elevadas y en 1982, ascendieron a un 50%, el máximo nivel de los gastos salariales.

En 1974, TSK se creó para manejar las diversas GLC que se habían creado durante la primera fase de desarrollo de Singapur, entre las cuales destacan *Neptune Orient Shipping* y *Singapore Airlines*. La lógica tras la creación de TSK fue separar las funciones de política fiscal y presupuestaria del Ministerio de Finanzas, de las referidas a la administración y gestión de un amplio sector de empresas públicas. Durante gran parte de su existencia, las operaciones de TSK se han enfocado en la economía nacional. Solo desde principios de esta década, comenzó a invertir en acciones de corporaciones extranjeras y, por lo tanto, adoptó las características internacionales que tienen otros FSR. En el transcurso del tiempo, TSK se ha despojado de muchas de sus tenencias iniciales y ha usado sus ganancias para incrementar el valor de sus activos con inversiones de capital en otras corporaciones.

En 1981, se creó la GIC para administrar los fondos de reserva del gobierno y los fondos “suplementarios” del Banco Central (Autoridad Monetaria de Singapur o MAS por sus siglas en inglés). Estos dos superávits coinciden en gran medida, por cuanto actualmente un 50% de las reservas internacionales están garantizadas por depósitos del gobierno en MAS. Gran parte del porcentaje

---

<sup>26</sup> La experiencia de Singapur relativa al desarrollo capitalista manejado por el Estado se describe en Low (1998).

<sup>27</sup> Nota del traductor: por sus siglas en inglés (*Government-linked corporations*).

restante tiene su contrapartida en la emisión de dinero (divisas y depósitos bancarios), lo que da muestras de una demanda creciente de liquidez asociada a la dinámica economía nacional y a la posición de capital del Banco Central (Véase el Cuadro 1).

**Cuadro 1 Singapur - Resumen de las cuentas de la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS)**

	1995	2000	2005
(En miles de millones de USD)			
Activos extranjeros	97,3	139,3	193,6
Dinero de reserva	17,0	18,5	25,8
Depósitos del gobierno	44,5	70,0	107,8
Otros, netos <sup>1</sup>	35,8	50,8	60,0
(Como porcentaje de los activos extranjeros)			
Depósitos del gobierno	59,5	50,3	55,7

<sup>1</sup> Incluye el capital y las reservas de la MAS.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Los superávits fiscales acumulados del Gobierno, no obstante, son superiores a los que se reflejan en los depósitos del Banco Central. Durante el período 1981-2006, el gobierno de Singapur obtuvo un superávit global con sus operaciones fiscales de partida ordinaria prácticamente durante todos estos años (Véase el Cuadro 2). Además, el superávit fiscal que surgió del excedente de los ingresos del gobierno respecto de los gastos, aumentó con las ventas de títulos de deuda pública al CPF, el cual por ley, debe invertir sus reservas provenientes de las aportaciones de las pensiones en bonos del gobierno. Asimismo, el gobierno se ha comprometido a vender bonos nacionales con la intención de realizar una esterilización monetaria y a promover el desarrollo del mercado local de estos títulos.

**Cuadro 2 Singapur - Resumen de las operaciones del Gobierno Central**

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
(En miles de millones de USD)						
Ingresos	6,1	10,8	19,0	40,0	52,2	39,0
Gastos	6,0	10,3	12,5	24,2	34,2	25,6
Superávit general	<u>0,1</u>	<u>0,5</u>	<u>6,5</u>	<u>15,8</u>	<u>18,0</u>	<u>13,4</u>
Empréstitos netos	2,2	5,0	7,4	16,4	16,5	14,0
Uso de saldos	-2,3	-5,5	-13,9	-32,3	-34,6	-27,0
Deuda del gobierno	14,7	32,2	51,6	86,6	134,4	200,0
(Como porcentaje del PIB)						
Ingresos	24,3	27,8	28,6	33,6	32,7	20,1
Gastos	23,9	26,5	18,8	20,3	21,4	13,2
Superávit general	<u>0,4</u>	<u>1,3</u>	<u>9,8</u>	<u>13,3</u>	<u>11,3</u>	<u>6,9</u>
Empréstitos netos	8,8	12,8	11,1	13,7	10,3	7,2
Uso de saldos	-9,2	-14,1	-20,9	-27,2	-21,7	-14,1
Deuda del gobierno	58,6	82,8	77,6	72,8	84,1	103,1

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Durante el período 1981-2006, los superávits internos generados por las operaciones fiscales del gobierno y por las ventas de bonos fueron muy superiores al incremento de sus depósitos en MAS; en términos acumulados, el excedente interno del gobierno ascendió a S\$464 mil millones (aproximadamente 220% del PIB). Dado que la deuda total del Gobierno ascendió, hacia fines de 2006, a S\$206 mil millones, de los cuales aproximadamente la mitad estaba en manos del CPF, se puede dar por hecho que S\$258 mil millones, es decir, aproximadamente 55% del superávit interno del gobierno fue generado por operaciones fiscales de partida ordinaria<sup>28</sup>.

La cifra de S\$464 mil millones menos cualquier monto que se refleje en la acumulación de los depósitos del gobierno en el Banco Central, constituye un cálculo aproximado del potencial conjunto de recursos fiscales de los que dispone la GIC para sus inversiones. Si se hace un cálculo anual del superávit interno del gobierno durante el período 1981-2006 y se resta cualquier incremento anual en depósitos del gobierno en MAS, y luego se convierte este flujo neto en dólares estadounidenses, al tipo de cambio promedio anual, se puede obtener, para la GIC, un excedente invertible acumulado de aproximadamente USD 238 mil millones.

Bajo el supuesto de que la GIC obtiene ganancias a una tasa de retorno promedio del 9% en sus activos, y que la mitad de estos retornos los reinvierte el Gobierno en la GIC, el total de activos administrados por la GIC en representación del gobierno de Singapur hubiera podido alcanzar una cifra aproximada de USD 350 mil millones a fines de 2006. Esta cifra se encuentra en el rango de USD 300 a USD 400 mil millones, considerada por los analistas expertos en la materia, como el valor total de los activos de la GIC. Este mismo se compara con el valor reportado por el gobierno de Singapur<sup>29</sup> y se puede observar claramente que los activos de la GIC superan ampliamente, en unos USD 100 mil millones, el valor reportado por esta autoridad.

Dado el volumen de ahorros que han generado el Gobierno y el CPF, y el tamaño relativamente pequeño de la economía de Singapur, era pertinente que el Gobierno creara la GIC para invertir estos ahorros en activos extranjeros y así diversificar sus inversiones en el tiempo con miras a maximizar los rendimientos. A diferencia de TSK, el cual se orientó en sus inicios hacia inversiones nacionales en GLC, la GIC debe administrar la totalidad de sus reservas en inversiones extranjeras. Siguiendo la metodología descrita en el párrafo anterior, es probable que las inversiones de la GIC hayan aumentado de manera significativa durante los primeros quince años de su existencia, vale decir,

---

<sup>28</sup> Esta información se extrae del *International Financial Statistics* del FMI, línea 87 (“uso de saldos”); 16d (“depósitos del banco central de la autoridad monetaria”), y 88b (“deuda total del gobierno en moneda nacional”).

<sup>29</sup> En Jen (2007), se informa sobre el valor estimado de activos para la GIC en USD 330 mil millones mientras que la información del Gobierno sobre la cifra que está “muy por encima de los USD 100 mil millones” está disponible en el sitio web de la GIC ([www.gic.com.sg](http://www.gic.com.sg)).

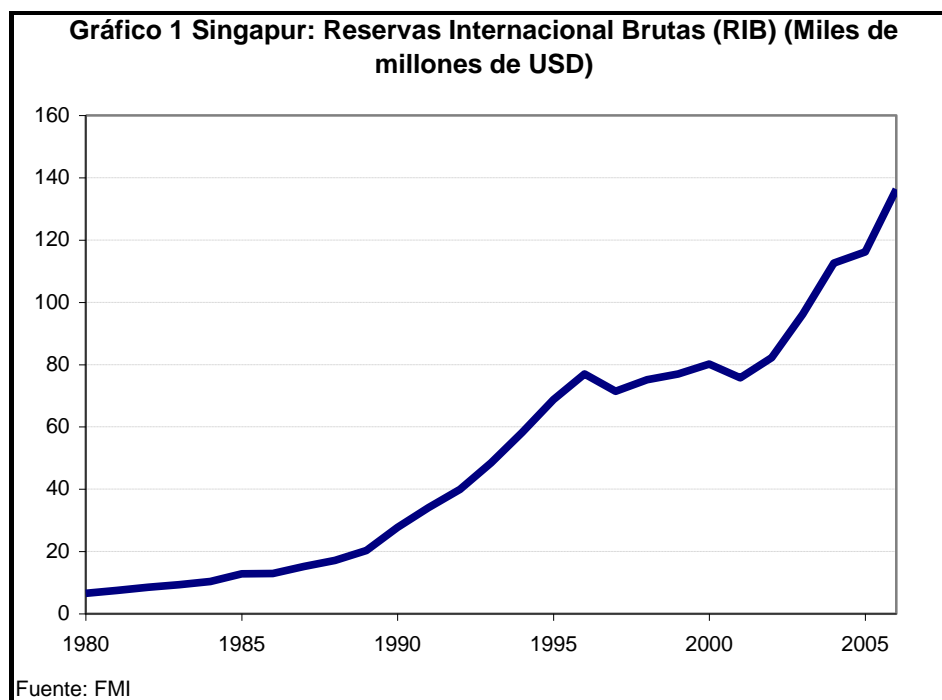
aproximadamente de USD 3 a USD 4 mil millones en 1981 a unos USD 100 mil millones a mediados de la década de los noventa. Desde entonces, sus recursos han seguido aumentando, con excedentes considerables en la posición fiscal del gobierno para alcanzar un nivel estimado de USD 350 mil millones en 2006.

Las inversiones de TSK han seguido una trayectoria similar, empezando aproximadamente con S\$350 millones en 1974, para alcanzar una cifra aproximada de S\$30 mil millones hacia mediados de la década de los noventa. Desde entonces, el valor de sus posiciones en activos aumentó fuertemente, aproximadamente en unos S\$168 mil millones (USD 109,5 mil millones) a finales de 2006. Sin embargo, este aumento no ha dejado de tener sus bemoles. Durante los primeros años de la presente década, con las bancarrotas ocasionadas por la burbuja de las .com, los ataques del 11 de septiembre y la epidemia del SARS, el valor de mercado de los activos de TSK bajó en un 40% entre el año 2000 y el 2003<sup>30</sup>.

La larga tradición de una sólida administración de política macroeconómica y fiscal en Singapur ha contribuido al éxito de su estrategia de desarrollo y ha inspirado gran confianza en los mercados internacionales. En especial, la fuerza de su sector externo, basado en altos volúmenes comerciales y en negocios relacionados con el sector de servicios, se ha reflejado en un incremento importante de las reservas internacionales en el largo plazo (Véase el Gráfico 1). Entre fines de 1980 y fines de 1990, las reservas de divisas del MAS aumentaron de USD 6,6 mil millones a USD 27,7 mil millones, vale decir, prácticamente se cuadruplicaron, y para 2006 alcanzaron una cifra de USD 136,3 mil millones, es decir, aproximadamente cinco veces más del nivel logrado en 1990.

---

<sup>30</sup> En el Informe Anual de 2007, puede apreciarse un Cuadro con el valor del mercado de las inversiones de Temasek desde su creación (pág. 12), el cual puede descargarse de su sitio web [www.temasekholdings.com.sg](http://www.temasekholdings.com.sg).



Si bien ha habido un incremento estable de la posición en activos extranjeros de Singapur a través del tiempo, como se ve reflejado en las operaciones realizadas por GIC, TSK y MAS, parece que esta expansión se ha acentuado especialmente en la última década. Si bien en 1995, el conjunto de los activos externos de las tres entidades ascendía a unos USD 168 mil millones (aproximadamente 200% del PIB), hacia fines de 2006, se triplicaron alcanzando una cifra de USD 550 mil millones (aproximadamente cuatro veces el PIB, Véase el Cuadro 3). Comparativamente, sólo aventajaban a Singapur en el rango de activos extranjeros, China, Japón y los Emiratos Árabes Unidos<sup>31</sup>.

**Cuadro 3 Singapur - Posición del gobierno en activos extranjeros**

	1995	2006
(En miles de millones de USD)		
Total	168,8	554,4
Reservas extranjeras oficiales (MAS) <sup>26</sup>	68,8	136,3
Temasek <sup>27</sup>	---	68,1 e
Corporación de Inversiones del Gobierno	100 e	350 e
(Como porcentaje del PIB)		
Total	200	419,4

<sup>1</sup>Incluye reservas extranjeras administradas por la GIC.

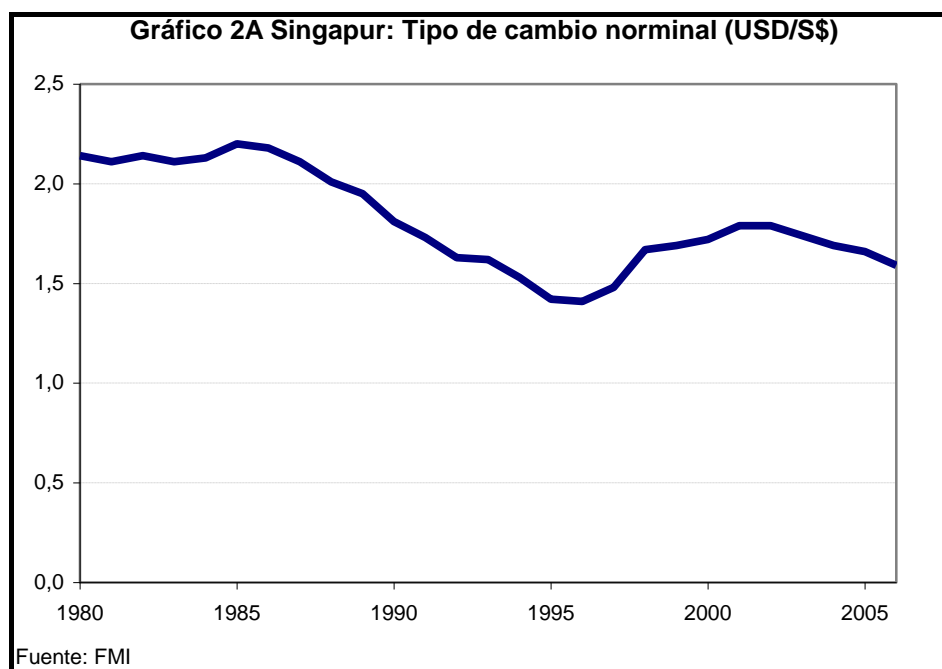
<sup>2</sup>Se supone que la participación accionaria nacional de Temasek disminuyó de 100% en 1995 a 38% en 2006.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

<sup>31</sup> Para las estimaciones de la posición en activos extranjeros de China, Japón y los EAU, véase Truman (2007c), Cuadro 2.

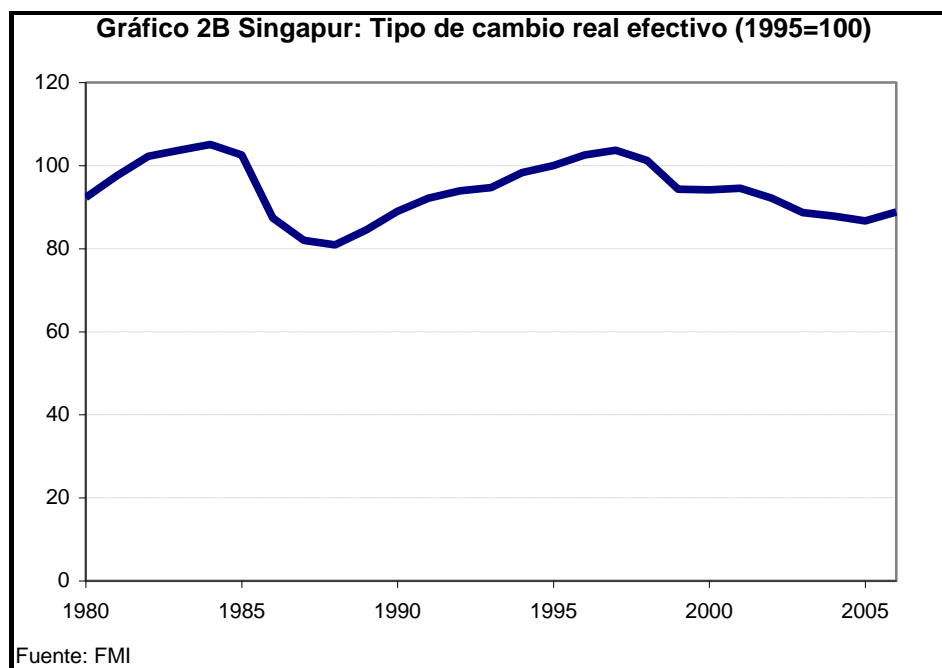
La creación de la GIC en 1981 coincidió con el cambio de un sistema de tipo cambio fijo a un sistema de tipo de cambio variable, aún vigente. Bajo el actual sistema, único en las economías de mercado emergentes, el dólar de Singapur fluctúa frente a una canasta de divisas de los principales socios comerciales, y en una banda de fluctuaciones ajustable y de paridad móvil. Las ponderaciones de la canasta, las bandas y la paridad móvil se ajustan en el tiempo en función de los cambios del comercio exterior y la flexibilidad requerida en los objetivos de política monetaria. Sin embargo, la MAS no divulga los parámetros del sistema de tipo variable<sup>32</sup>.

Bajo este sistema de tipo de cambio, puede observarse no sólo una significativa acumulación de reservas internacionales por parte de la MAS, mediante la intervención en el mercado de divisas, sino también, una tendencia secular en el valor del dólar de Singapur, en términos nominales y efectivos, apreciándose a través del tiempo con ciertas variaciones alrededor de esta tendencia (Véanse los Gráficos 2a y 2b). En vez de usar títulos del Banco Central para absorber la liquidez nacional generada por esta intervención, la autoridad monetaria se ha valido de los ajustes en las operaciones fiscales, de tasas de contribución del CPF y de las ventas de los bonos del gobierno para absorber la liquidez necesaria para la esterilización del flujo de divisas<sup>33</sup>. Esta práctica es un ejemplo singular de una exitosa coordinación entre política fiscal y monetaria.



<sup>32</sup> El sistema del tipo de cambio de Singapur se elabora en Khor *et al.* (2004).

<sup>33</sup> La MAS usa también acuerdos de intercambio (*swap*) de divisas para fines de una esterilización monetaria (Véase MAS, 2007).



Es imposible conocer realmente los parámetros que usa la MAS para hacer la distinción entre lo que puede denominarse reservas “normales” y reservas “suplementarias”. Siempre se ha esperado que los bancos centrales mantengan el equivalente a unos 3 a 4 meses de importaciones como regla general operativa. Sin embargo, en una era de globalización financiera, dicha métrica ya no parece ser la apropiada. Recientemente, debido a la serie de crisis financieras en las economías de mercado emergentes durante la década de los noventa, la llamada “regla Greenspan-Guidotti” ha salido a la luz. Esta regla postula que los bancos centrales en las economías de mercado emergentes deberían mantener reservas de divisas que por lo menos equivalgan al saldo de la deuda externa de corto plazo, aquella con vencimientos recurrentes menores a doce meses. Otros analistas han concluido que los bancos centrales deberían mantener un nivel de reservas equivalente a la masa monetaria y cuasi monetaria del país; que representarían las potenciales garantías a dichas reservas<sup>34</sup>. Sin embargo, han sido pocos los bancos centrales que han acumulado tales niveles de reservas bajo este mecanismo.

Las reservas internacionales de la MAS, relativas a las importaciones CIF, se han duplicado pasando de un 27% en 1980 a un 55% en 2005. En lo que concierne a la masa monetaria o cuasi monetaria, las reservas han mantenido una proporción bastante estable cercana al 85% de dicha masa (Véase el Cuadro 4). Esta proporción, relativamente elevada, es una de las razones por las

<sup>34</sup> Una serie de estudios recientes ha concluido que el crecimiento reciente en reservas de divisas, en especial en las economías de mercado de países emergentes en Asia oriental ha superado lo que puede explicarse con modelos tradicionales de reservas precautorias (Véase, por ejemplo, Jeanne (2007)).

cuales Singapur se ha librado del contagio y de los principales efectos relativos a la crisis financiera regional de 1997-1998.

**Cuadro 4 Singapur - Reservas extranjeras de la Autoridad Monetaria de Singapur**

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
(En miles de millones de USD)						
Reservas internacionales brutas	6,6	12,8	27,7	68,8	80,2	136,3
(En términos porcentuales)						
Importaciones C.I.F.	26,8	47,4	44,2	55,2	60,0	55,3
Dinero y cuasi-dinero	85,6	96,2	78,5	95,4	72,4	83,4
PIB	56,4	72,4	75,5	82,0	86,5	116,5

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Si bien la MAS no divulga ninguna información relativa a las estimaciones sobre las “reservas suplementarias”, sí define las reservas que tiene o requiere en términos de la volatilidad de los flujos del mercado de divisas (análisis cualitativo). También define las potenciales necesidades de intervención con operaciones necesarias para mantener relativamente estable el dólar de Singapur. En todo caso, se supone que en el transcurso del tiempo, la MAS ha asignado siempre una alta proporción de sus tenencias de divisas a la GIC, con miras a obtener retornos más elevados de lo que obtendría de la administración de sus reservas normalmente líquidas. Sin embargo, ni el Gobierno ni la MAS han revelado el monto de las reservas administradas por la GIC, las cuales se añadirían a los potenciales recursos estimados anteriormente en unos USD 350 mil millones. Dado que las estimaciones en torno al superávit fiscal interno del Gobierno son superiores a las reservas de divisas de la MAS, es razonable suponer que la mayor parte de los activos de la GIC refleja que las operaciones fiscales para la diversificación de la inversión tienen un mayor impacto que las relacionadas a la asignación de reservas internacionales.

Las operaciones fiscales del gobierno central así como el aumento significativo de las reservas de divisas de la MAS se han traducido en una posición superavitaria significativa de la cuenta corriente de Singapur desde mediados de la década de los ochenta (Véase el Cuadro 5). Con anterioridad a esta fecha, cuando se estimaba que el sector público tenía un superávit neto, la cuenta corriente estaba en déficit debido a la brecha entre ahorros e inversiones del sector privado, revelando una considerable actividad de inversión durante la primera fase de desarrollo de Singapur<sup>35</sup>. Sin embargo, con ahorros cada vez mayores en el sector privado y los constantes superávits generados por el sector público, la cuenta corriente generó un superávit de 12% del PIB en promedio durante el período 1988-1997 y uno de aproximadamente 20% del PIB durante el período 1998-2006. El sector privado ha aportado una considerable parte del excedente externo de Singapur sólo desde fines de la década de los noventa, ya que el volumen de inversiones ha disminuido por debajo de los altos niveles

<sup>35</sup> Los movimientos de la balanza de pagos de Singapur durante el período 1965-2003 se analizan en Tay, J. *et al.* (2004).



presentados en años anteriores, mientras que los ahorros privados se han mantenido bastante elevados, en cerca de un 40% del PIB.

**Cuadro 5 Singapur - Resumen de la Balanza de pagos**

	1985	1990	1995	2000	2005
(En miles de millones de USD)					
Cuenta corriente	---	<u>3,1</u>	<u>14,4</u>	<u>10,7</u>	<u>33,2</u>
Bienes y servicios	-0,4	2,5	13,1	12,6	34,9
Ingresos	0,6	1,0	2,1	-0,7	-0,6
Otros	-0,2	-0,4	-0,8	-1,1	-1,2
Cuenta de capital y financiera	<u>1,3</u>	<u>2,3</u>	<u>-5,8</u>	<u>-3,9</u>	<u>-21,1</u>
Inversión directa, neta	0,8	3,5	4,8	10,6	14,5
Flujos de cartera, netos	0,3	-1,0	-7,1	-14,6	-13,7
Otros	0,2	-0,2	-3,5	0,1	-21,9
Superávit general	<u>1,3</u>	<u>5,4</u>	<u>8,6</u>	<u>6,8</u>	<u>12,1</u>
(Como porcentaje del PIB)					
Cuenta corriente	---	8,4	17,2	11,5	28,4

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Dada la importancia que tiene el comercio exterior para la economía de Singapur (el valor de las exportaciones e importaciones representa aproximadamente el 300% del PIB), y sus elevados ahorros, mantener relativamente estable el valor del dólar de Singapur, siguiendo una tendencia de apreciación del tipo de cambio en el largo plazo, ha resultado favorable para la economía en materia de fijación de las expectativas de los precios y de mantener la competitividad externa. Una economía fuerte y la relativa estabilidad de la moneda han servido también para fortalecer la confianza del inversionista extranjero en Singapur como centro financiero internacional, específicamente en las operaciones del sector manufactura y en aquellas relacionadas con el comercio exterior.

El alto nivel de ahorros privados de Singapur ha sido posible gracias a una combinación de factores demográficos (una disminución del índice de dependencia), al rápido aumento del ingreso per cápita y a los considerables ahorros corporativos. Sin embargo, hacia futuro, y con el envejecimiento gradual de la población y con un revés en el índice de dependencia, puede preverse una caída en los ahorros privados domésticos, un aumento en los gastos del gobierno destinados a la salud y al sistema de pensiones, y una disminución del superávit externo de la cuenta corriente. Al respecto, las grandes reservas que se han acumulado a través de la GIC proveerán una significativa transferencia de recursos que el Gobierno podrá utilizar para responder a las potenciales obligaciones vinculadas a la transición demográfica en curso.

### **3. Las operaciones de la Corporación de Inversiones del Gobierno y Temasek**

Si bien los orígenes de la GIC y de TSK son claramente diferentes, también lo han sido sus operaciones pese a las coincidencias y convergencias en las

inversiones de dichos fondos en años anteriores. En esta sección, se hará un análisis comparativo de tres dimensiones sobre los FSR de Singapur. Este análisis está directamente relacionado con sus operaciones, vale decir, a la naturaleza de la relación financiera con el gobierno, a las inversiones y a la estructura de gobernabilidad.

### Relaciones financieras con el Gobierno

Tanto la GIC como TSK son entidades que pertenecen al Gobierno y que, bajo la Constitución de Singapur, están clasificadas como entidades públicas de “quinta programación” conjuntamente con la MAS y otros órganos legislativos (como CPF), que administran activos críticos en representación del Gobierno. Cada año, el Ministerio de Finanzas reporta un crecimiento de los ingresos por concepto de intereses y de dividendos provenientes de la GIC y de TSK, no obstante, el Gobierno se limita por ley a asignar máximo hasta el 50% de dichas ganancias a sus operaciones presupuestarias<sup>36</sup>. Por consiguiente, lo que no entra en el presupuesto como ganancia del gobierno se reinvierte nuevamente en los fondos. Esta provisión legal se creó, por un lado, para aislar a los fondos de las posibles presiones políticas tendientes a generar un mayor gasto, y por el otro, para que en términos reales el valor de los fondos continúe aumentando en el tiempo independientemente de sus ganancias de capital.

Los montos exactos de las transferencias que la GIC y TSK hacen al Gobierno no se han precisado en el presupuesto gubernamental, pero puede suponerse que gran parte de lo que se publica como ingresos por concepto de intereses y de dividendos en dicho presupuesto representa las transferencias de estos fondos<sup>37</sup>. En años recientes, esta fuente de ingresos del gobierno fue de aproximadamente S\$7,8 mil millones, lo que equivale a aproximadamente 20% de los ingresos del gobierno y 4% del PIB (Véase el Cuadro 6). En la medida que el Gobierno mantiene un superávit global en sus operaciones fiscales, puede considerarse que una parte de este superávit se ha reinvertido en la GIC, lo que representa más de un 50% de los ingresos de la GIC y de TSK, los cuales están excludidos del presupuesto nacional.

---

<sup>36</sup> Para una breve discusión sobre la relación entre TSK y la GIC, y el presupuesto del gobierno de Singapur, véase OCDE (2006).

<sup>37</sup> Las ganancias anuales de TSK que acumula el Gobierno figuran en el Informe Anual de este y ascendieron, en promedio, a S\$9,2 mil millones durante los años fiscales de 2004-2007.

**Cuadro 6 Singapur - Ingresos del gobierno procedentes de la GIC y de TSK**

	2003	2004	2005	2006
(En miles de millones de USD)				
Ingresos del gobierno	33,1	35,3	39,0	51,9
De los cuales: Intereses y dividendos	6,1	7,2	8,4	8,5
(Como porcentaje del total)	-18,4	-20,4	-21,5	-16,4
Ganancias netas de TSK	7,4	7,5	12,8	9,1
(Como porcentaje del PIB)				
Ingresos del gobierno	20,6	19,4	20,1	24,7
Intereses y dividendos	3,8	4,0	4,3	4,0
Ganancias netas de TSK	4,6	4,1	6,6	4,3

Fuente: Ministerio de Finanzas, Cuadros del presupuesto anual; Informe de Temasek de 2007.

Como se ha mencionado con anterioridad, dado el gran superávit interno que el Gobierno genera cada año, es de suponer que la GIC haya recibido una valiosa transferencia de fondos para sus inversiones extranjeras durante gran parte de su existencia. Además, como se ha señalado, una parte de las reservas internacionales de la MAS se asigna a la GIC para sus inversiones. Por consiguiente, y según los informes publicados, parece ser que el TSK no ha recibido transferencias financieras del Gobierno en los últimos años. TSK genera liquidez con las utilidades de las inversiones que realiza, las cuales reinvierte junto con algunos préstamos extranjeros y otras ganancias procedentes de las actividades de desinversión. TSK en los últimos tres años ha realizado tres emisiones de bonos a nivel mundial por un valor total de USD 10 mil millones, las cuales han obtenido calificación AAA por parte de *Moody's* y *Standard and Poor's*. Su última emisión fue por un valor de USD 1,75 millones realizada en septiembre de 2005, la cual tuvo un plazo de 10 años y una tasa de interés sobre sus cupones del 4,5%.

### Las inversiones

Durante mucho tiempo, TSK y GIC han administrado sus inversiones de distintas maneras. Como se ha señalado anteriormente, a lo largo de su existencia, TSK ha funcionado como una empresa *holding* con empresas públicas que por lo general tienen su sede en Singapur. Desde inicios del presente siglo, inició un programa de participación accionaria en corporaciones extranjeras. En 2001, anunció su estrategia de asignación de mediano plazo, la cual consistía en diversificar su portafolio en acciones en Singapur, el resto de Asia oriental (excluyendo Japón) y los países de la OCDE (excluyendo Corea). A finales de marzo de 2007, tenía en estos mercados una participación accionaria del 38%, 40% y 20%, respectivamente<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Como se menciona en la Evaluación Anual de 2007 de Temasek.

TSK normalmente opera como inversionista activo en acciones. Generalmente busca una participación accionaria de por lo menos 20% y tener representación en la junta con el propósito de influenciar las operaciones de las empresas en que invierte. En el caso de las corporaciones con sede en Singapur, TSK se propone ejercer un control del 50% o más en aproximadamente quince GLC, las cuales administra en representación del Gobierno. TSK también ha diversificado sus inversiones en toda una gama de sectores pero con un enfoque especial en los servicios bancarios (38%), principalmente en Asia oriental, y en las telecomunicaciones (23%)<sup>39</sup>. La incidencia en las instituciones financieras se ha visto motivada por las perspectivas de un crecimiento económico fuerte y sostenido en la región de Asia oriental así como por las sinergias con las aspiraciones de Singapur de expandir su posición como centro financiero internacional.

El papel de inversionista activo que desempeña TSK ha traído consigo cierta controversia referente a las recientes inversiones llevadas a cabo en Indonesia y Tailandia. En el caso de Indonesia, TSK se ha visto forzado a reducir su participación en dos firmas locales de telefonía celular debido a la poca claridad del Gobierno de ese país en torno a la propiedad extranjera. La adquisición anunciada de una participación mayoritaria en la Shin Corporation por parte de TSK, la cual era propiedad de la familia del Primer Ministro Thaksin, fue motivo de controversia política en ambos países. En noviembre de 2007, y en parte debido a estas controvertidas inversiones, el Presidente de TSK anunció que no perseguiría participaciones mayoritarias en empresas extranjeras “emblemáticas”. En su lugar, optaría por una participación menor en las inversiones futuras con participación de socios locales<sup>40</sup>.

En los últimos años, ha habido cierta diversificación en las inversiones de TSK, no sólo en términos geográficos sino también en función del tipo de activos. Durante un período de dos años hasta marzo de 2007, la proporción de sus inversiones directas con una participación accionaria superior al 20% cayó de 68% a 52%, mientras que sus inversiones de acciones públicas y otros activos líquidos aumentaron de 18% a 30%.

Si bien TSK ha operado prácticamente de la misma manera que un fondo de capital privado, la GIC ha operado más bien como una firma de administración de activos o como un fondo privado de donaciones para universidades de los Estados Unidos. Durante mucho tiempo, la GIC centró sus inversiones en los títulos gubernamentales de renta variable y fija de los principales centros financieros. Sin embargo, desde finales de la década de los noventa, ha diversificado sus inversiones en una variedad de alternativas que incluyen capital privado, bienes raíces, productos básicos y fondos de cobertura. Como resultado de este cambio en su estrategia de inversión, la GIC reestructuró sus

---

<sup>39</sup> TSK es el principal accionista (18% de las acciones) de *Standard Chartered Bank* del Reino Unido; 95% de sus negocios se llevan a cabo en Asia, África y el Medio Oriente.

<sup>40</sup> Véase el artículo de John Burton en el *Financial Times* del 27 de noviembre de 2007.

operaciones en 1999 en tres grupos distintos, orientados hacia los mercados de capitales (de acciones, de renta fija y de instrumentos del mercado de dinero) y hacia los mercados de bienes raíces e inversiones especiales (colocaciones en capital privado, productos básicos y capital de riesgo). A diferencia de TSK, como se ha señalado previamente, la GIC debe administrar todas sus inversiones fuera de Singapur. Según la información publicada en su sitio web, la GIC invierte en unos 40 mercados extranjeros.

Si bien la GIC no publica información alguna respecto a la asignación de sus inversiones, fuentes de noticias regionales han informado que sus tenencias se distribuyen más o menos de la siguiente manera: 50% en acciones, 30% en bonos y 20% en inversiones alternativas (capital privado, bienes raíces, productos básicos y fondos de cobertura)<sup>41</sup>. Dicha asignación podría considerarse algo más conservadora que la implementada por los fondos de las universidades de Harvard y de Yale. Tony Tan, Vicepresidente de GIC, destacó la tendencia conservadora de la corporación en una de las escasas conferencias de prensa haciendo comentarios públicos respecto a cómo la entidad se había librado de los problemas vinculados a las obligaciones de deuda colateralizada (*CDO*)<sup>42</sup> y a los títulos garantizados con hipotecas, todo ello gracias a la decisión conciente de no invertir en estos instrumentos<sup>43</sup>.

Un área en la que ha habido cierta incongruencia entre las operaciones de TSK y GIC, ha sido en la de capital privado. Esto puede evidenciarse con las inversiones que han realizado dichas corporaciones en instituciones financieras extranjeras, situación que ha tenido una amplia cobertura en los medios. Como ejemplo de ello, hacia diciembre de 2007, la GIC anunció la compra de acciones en el Union Bank of Switzerland (UBS) por un valor de USD 9,75 mil millones (aproximadamente 11,5% del total de las acciones), mientras que TSK invirtió USD 5 mil millones en Merrill Lynch. Al parecer, la GIC en sus anteriores inversiones, no había mostrado interés en el sector financiero y entró en negociaciones con UBS por razones puramente comerciales y como inversionista pasivo. En contraste, TSK se había interesado fuertemente por las entidades financieras y, por lo general, como inversionista activo. Resulta probable también que las recientes adquisiciones realizadas por la GIC y TSK se hicieron por separado, posiblemente en respuesta a las ofertas recibidas por parte de las instituciones mencionadas.

En todo caso, las operaciones de TSK y de GIC han tenido bastante éxito en términos financieros. Pese a las pérdidas en la valoración de activos durante los primeros años de la presente década, y según informes publicados por TSK, el retorno promedio anual sobre dichos activos ascendió a 18% en moneda local durante la vida útil de sus operaciones. Durante los dos últimos años, su tasa de retorno ha sido de 27%. Si bien los resultados de las operaciones no se han

---

<sup>41</sup> Véase *Yahoo Asia News* del 1 de agosto de 2007.

<sup>42</sup> Nota del traductor: por sus siglas en inglés (*Collateralized debt obligations*).

<sup>43</sup> Véase *Business Times of Singapore* del 12 de diciembre de 2007.

dado a conocer públicamente, en su vigésimo quinto aniversario la GIC informó que el rendimiento promedio anual sobre sus inversiones de 1981 a 2006 ascendió a 9,5% en términos de dólares estadounidenses y a 8,2% en términos de dólares de Singapur. El retorno promedio anual sobre la inflación global (G-3) ha rondado los 5,3%<sup>44</sup>.

Los retornos que obtiene la GIC corresponden a los de una firma de administración de activos y son comparables al rendimiento del 9,3% del índice S&P 500 para un período de tiempo similar, y también comparables al rendimiento del 10,3% del índice industrial Dow-Jones. El retorno promedio real de 5,3% de la GIC equivale más o menos al de una cartera clásica y diversificada de un fondo de pensiones (con 40% en acciones y 50% en bonos) para un período de tiempo similar<sup>45</sup>. Una cartera clásica del Banco Central compuesta por títulos de deuda pública de bajo riesgo y de corta duración, y por instrumentos del mercado de dinero, hubiese podido arrojar un rendimiento de aproximadamente un 1% en términos reales durante un horizonte de tiempo de 20 a 30 años. Con este análisis comparativo, la GIC ha cumplido con los objetivos del gobierno, de incrementar el rendimiento de una parte de la posición de reservas que posee el Banco Central, así como de diversificar y maximizar los retornos de la posición resultante del superávit de las cuentas nacionales .

Un tema de debate nacional, en lo que se refiere a las inversiones de la GIC, es que el retorno sobre la inversión es prácticamente dos veces y media mayor al rendimiento (aproximadamente 3,3%)<sup>46</sup> que ofrecen los títulos del gobierno comprados por CPF. Según los cálculos aproximados que se han mencionado anteriormente, este hecho ha permitido generar un 25% de excedente invertible para la GIC. Aunque no existe vínculo directo entre el superávit generado por CPF y las inversiones de la GIC, puede argumentarse que los retornos “en exceso” generados por la GIC deberían devolverse a CPF, ya que este está obligado a invertir en títulos del gobierno. Sin embargo, el Gobierno ha sostenido que la tasa de retorno provista para CPF debe ser como mínimo la obtenida por los títulos de deuda pública, tratándose esta de un rendimiento exento de riesgos. El retorno generado por la GIC, en cambio, comporta mayores riesgos que están relacionados con una cartera internacional más diversificada. No obstante este debate, existe una inquietud en torno a la estructura de gobernabilidad de la GIC dado que sus inversiones representan fundamentalmente los ahorros de todos los ciudadanos de Singapur.

En líneas generales, parece que GIC y TSK operan con un horizonte de tiempo relativamente largo y con una asignación estratégica de activos de mediano

---

<sup>44</sup> Estos datos se extraen del Discurso de apertura del Ministro Mentor Lee Kuan Yew durante la cena de celebración del vigésimo quinto aniversario de la GIC (11 de julio de 2006), disponible en el sitio web de la Corporación.

<sup>45</sup> Estos valores de referencia para los retornos de inversión se extraen de *Deutsche Bank Securities* (2007).

<sup>46</sup> El rendimiento de 3,3% se refiere al interés obtenido en las balanzas de los miembros de CPF durante 2006, que figura en el Informe Anual de 2006 de CPF.

plazo, logrando con esto maximizar sus retornos y aprovechar la volatilidad de los mercados en el corto plazo, tal como lo hacen los fondos de cobertura. Una diferencia importante frente a estos fondos de cobertura, es que GIC y TSK están muy poco apalancados, lo cual disminuye su exposición al riesgo.

### Gobernabilidad y administración interna

Si bien TSK es de completa propiedad del gobierno, su administración y sus decisiones de inversión se caracterizan por tener una completa autonomía y una independencia. La vigilancia y la administración de las operaciones de TSK son manejadas por una junta independiente de directores, muchos de los cuales son líderes comerciales del sector privado en el país. El Ministerio de Finanzas asigna a uno de los directores de la junta. La junta aprueba la estrategia de inversión del Fondo y la contratación de sus principales administradores. Actualmente, TSK tiene unos 250 empleados; aproximadamente 40% son administradores de alto rango y, desde marzo de 2007, el 30% de estos son profesionales extranjeros.

Desde 2004, TSK ha publicado una evaluación anual que se puede descargar libremente de su sitio web ([temasekholdings.com.sg](http://temasekholdings.com.sg)). Este informe provee una descripción de sus inversiones, en términos de asignación por sectores y por país, así como los aspectos destacables de su balance general y de su estado de resultados. Las cuentas financieras del fondo son verificadas por auditores externos independientes una vez al año.

Además de un buen historial en materia de transparencia, los excelentes resultados financieros de TSK dan muestras de una sólida estructura de gobernabilidad en términos de la gestión de riesgos y de la auditoría interna. Además de su junta independiente, TSK recibe recomendaciones de un buen número de consejeros externos (incluido William McDonough, ex presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York) integrados en una junta de asesoría internacional. Asimismo, contrata profesionales a nivel internacional y provee fuertes incentivos en términos de compensaciones y altas oportunidades de carrera profesional. Si Singapur es conocido por el profesionalismo de su administración pública, TSK es reconocido por su estilo independiente de gestión y por contratar personal con un alto nivel de experiencia en asuntos financieros y de gerencia.

En un sondeo reciente sobre la estructura de gobernabilidad de los FSR, efectuado por el *Peterson Institute of International Economics (IIE)*, TSK se ubicó en los primeros puestos de los 32 fondos evaluados<sup>47</sup>. Asimismo, estuvo en las primeras posiciones en relación al nivel de transparencia y rendición de cuentas, y obtuvo un puntaje promedio en términos de claridad de la fuente de sus fondos y de su relación con el presupuesto nacional.

---

<sup>47</sup> Véase Truman (2007c).

Sin embargo, la GIC ocupó un lugar bastante bajo en este sondeo.. Como se ha señalado, sus operaciones se han mantenido en secreto y se divulga muy poco sobre el volumen o la naturaleza de sus inversiones. Los funcionarios de la corporación rara vez hacen declaraciones públicas y se rehúsan a proveer detalles a externos sobre sus transacciones. La GIC tiene un sitio web (gic.com.sg), pero este sólo provee un panorama general de su estructura organizativa y de su estrategia de inversión. Una vez al año se verifican sus cuentas financieras pero estas sólo se ponen en conocimiento del Ministerio de Finanzas y del Presidente de la República. Esta falta de transparencia por parte de la GIC ha sido justificada por el Gobierno como una necesidad para mantener su integridad financiera y para proteger a la entidad de las presiones políticas que surgirían si revelase, tanto la composición de sus activos, como su valor de mercado.<sup>48</sup>.

A diferencia de TSK, que opera a cierta distancia del gobierno, la GIC es gestionada íntegramente por este. Tanto el Primer Ministro en ejercicio, como el anterior, cumplen respectivamente, las funciones de Presidente y Vicepresidente de la junta, y unos cuantos ministros trabajan en calidad de directores. En este sentido, el Gobierno define la estrategia global de inversión para la GIC y la estructura de riesgo-retorno bajo la cual debe operar. Dicha estructura diferirá dependiendo del nivel de superávit del gobierno y de la posición en reservas suplementarias resultante de la gestión de la MAS. En este último caso, es la MAS quien define el perfil riesgo-retorno que empleará la GIC.

Pese a la falta de información sobre las operaciones que realiza la GIC, su gerenciamiento, como en el caso de TSK, se ha manejado con gran profesionalismo y con un alto enfoque hacia la obtención de beneficios, según se puede apreciar en los resultados financieros mencionados anteriormente. Al igual que TSK, GIC contrata a expertos financieros sobre una base competitiva a nivel internacional. Alrededor de 40% de su personal (en total compuesto por 900 personas) está conformado por ciudadanos extranjeros, los cuales trabajan en Singapur. También asignan asesores externos para que formen parte de los comités de inversión y de los comités auditoría con el propósito de garantizar que el desempeño y la administración se midan de acuerdo a los estándares internacionales. En el caso de las operaciones de inversión, las compensaciones concedidas a los administradores de alto rango están supeditadas, en gran medida, al desempeño de la cartera. Dicho desempeño se compara con índices internacionales reconocidos como el *MSCI World Equity* y el *Lehman Bros. World Bond*.

#### **4. Lecciones de la experiencia de Singapur y sus consecuencias**

Se puede desprender una serie de lecciones de la experiencia de Singapur con los FSR en lo que concierne a sus operaciones en otros países y al amplio

---

<sup>48</sup> En la entrevista al Vicepresidente de la GIC que se ha mencionado anteriormente, este informó que la política restrictiva de divulgación de la GIC está bajo consideración.



debate de política sobre el papel que desempeñan en el sistema financiero internacional. Estas implicaciones pueden dividirse en tres categorías: en primer lugar, el contexto macroeconómico para la creación de estos fondos y su relación con el Gobierno y con el Banco Central; en segundo lugar, su gestión financiera; y por último, su gobernabilidad, su transparencia y su rendición de cuentas.

### El contexto macroeconómico

(i) La experiencia de Singapur destaca un punto obvio y esencial: los FSR deben administrarse en un contexto macroeconómico sostenible y estable. Deberán delimitarse reglas claras que rijan su operación según el tipo de fondo, vale decir, fondos basados en productos básicos, fondos de estabilización de la gestión de la balanza de pagos de corto y mediano plazos, o fondos de dotación de largo plazo para las transferencias entre generaciones.

(ii) Si bien los FSR deben sustentarse en un marco de sólida política macroeconómica, de finanzas públicas prudentes y de acuerdos sostenibles y competitivos en relación a los tipos de cambio: también se requieren reglas claras sobre su relación con el presupuesto del gobierno y la capacidad para realizar transferencias para financiar operaciones nacionales. En este sentido, la experiencia de algunos países en América Latina, tales como Jamaica y Venezuela, muestran resultados opuestos a los propósitos de dichos fondos ya que no presentan reglas claras que rijan el vínculo entre el presupuesto y la naturaleza del gasto fiscal que puedan financiar. En el caso de Singapur, el marco de una sólida política fiscal del Gobierno y los estrictos límites legales respecto hasta qué punto los ingresos de la GIC pueden transferirse al presupuesto, ha garantizado la integridad financiera de largo plazo de dicha entidad.

### Gestión financiera

(iii) Para que los FSR tengan éxito, requieren de una sólida gestión comercial y de profesionales competentes en materia de gestión financiera. Los requisitos profesionales para dichos fondos no deben ser los mismos que se exigen para los funcionarios públicos. Estos requisitos deberán fundamentarse más bien sobre la base de una contratación competitiva a nivel internacional. Al parecer, se han tomado en consideración estos criterios en el caso de la GIC y de TSK.

(iv) Deberá elaborarse una estrategia de inversión para los FSR, a la luz de sus objetivos generales y la naturaleza de los pasivos implícitos o explícitos a los que se asocian. El horizonte de inversión para un fondo de estabilización de productos básicos deberá ser distinto al de un fondo de dotación. Del mismo modo, el costo de oportunidad en términos de riesgo frente a retorno para la

diversificación de reservas internacionales de los bancos centrales no deberá ser la misma que la de dicho fondo.

(v) En consonancia con la noción de una sólida práctica financiera, los FSR deberían operar en plena conformidad con las normas que se aplican en los mercados financieros de las jurisdicciones nacionales en las que invierten.

(vi) Para despejar dudas sobre un posible control estratégico de las industrias nacionales, los FSR podrían limitar su participación accionaria a menos de un 10% y no adquirir acciones con derecho a voto en las empresas en las que invierten.

### Sistema de gobernabilidad

(vii) Los FSR deberían ser administrados por una junta de directores independiente asignados por sus competencias profesionales y no por sus conexiones políticas. La cúpula política del gobierno es responsable de la integridad de un FSR de un país y deberá fijar sus objetivos generales. Sin embargo, la responsabilidad operativa cotidiana para responder a dichos objetivos debe delegarse a una junta y a una administración profesional independiente.

(viii) Los FSR deberían divulgar información relativa a sus estrategias de inversión, a los objetivos para las asignaciones de cartera, al procedimiento interno de la gestión de riesgos y a las estructuras de gobernabilidad. Además, deberían proveer informes financieros sobre su desempeño, por lo menos una vez al año, con base en las investigaciones de los auditores externos. Estos requisitos de divulgación son importantes no sólo desde el punto de vista de la integridad del mercado financiero sino como responsabilidad fiduciaria hacia los accionistas ulteriores de estos fondos, es decir, los ciudadanos del país que representan. Dado que la GIC administra una proporción significativa de los ahorros nacionales de Singapur, convendría divulgar la información sobre sus operaciones financieras para beneficio de sus accionistas nacionales.

El cumplimiento de estas directrices, con base en las lecciones aprendidas en Singapur, garantizaría el funcionamiento a largo plazo de dichos fondos como sólidas entidades financieras en el sistema internacional, y contribuiría a la maximización de la riqueza en los países de donde provienen.

## Referencias bibliográficas

- Aizenman, R. y Glick, R. (2007). Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 38. San Francisco: FRBSF.
- Autoridad Monetaria de Singapur. (2007). *Monetary Policy Operations in Singapore*. Abril de 2007.
- Brookings Institution. (2007). *Sovereign Wealth Fund Briefing*. Transcripción de la mesa redonda del 6 de diciembre de 2007. Disponible en [www.brookings.edu](http://www.brookings.edu)
- Central Provident Fund of Singapore. *2006 Annual Report*. Disponible en el sitio web de CPF ([www.cpf.gov.sg](http://www.cpf.gov.sg))
- Farrell, D. y Lund, S. (2007). The World's New Financial Power Brokers. *The McKinsey Quarterly*. Diciembre de 2007.
- FMI. (2000). *Singapore: Selected Issues* (IMF Staff Country Report No. 00/83). Julio de 2000. Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org)
- FMI. (2006a). *Singapore: Staff Report for Article IV Consultation*. Mayo de 2006. Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org)
- FMI. (2006b). *Singapore: Selected Issues* (IMF Staff Country Report No. 06/151). Mayo de 2006. Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Hilderbrand, P.M. (2007). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*. Discurso en el Centro Internacional para Estudios Monetarios y Bancarios. 18 de diciembre de 2007, Ginebra, Suiza.

- Jeanne, O. (2007). *International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?* (Brookings Papers on Economic Activity: 2007(1), 1-79).
- Jen, S. (2007). How Big Could Sovereign Funds Be by 2015. *Morgan Stanley Global Economic Forum Report*. 4 de mayo de 2007.
- Johnson-Calari, J. y Rietveld, M. (eds.). (2007). *Sovereign Wealth Management* (Central Banking Publications). Londres, Reino Unido.
- Kern, S. (2007). *Sovereign Wealth Funds-State Investment on the Rise* (Serie Current Issues). 10 de septiembre de 2007. Frankfurt am Main: Deutsche Bank Research.
- Khor, H.E., Robinson, E. y Lee, J. (2004). *Managed Floating and Intermediate Exchange Rate Systems: The Singapore Experience*. Autoridad Monetaria de Singapur. (Staff Paper No. 37). Diciembre de 2004.
- Kimmit, R. (2008). Public Footprints in Private Markets. *Foreign Affairs* 87(1). Enero-Febrero de 2008.
- Low, L. (1998). *The Political Economy of a City-state: Government-Made Singapore*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Lyons, G. (2007). *State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds*. Declaración ante el Comité del Senado en Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos. 13 de noviembre de 2007.
- OCDE. (2006). *Budgeting in Singapore*. (Report No. GOV/PGC/SBO 2006/5). 31 de mayo de 2006.

- Park, D.H. (2007). *Beyond Liquidity: New Rules for Developing Asia's Foreign Exchange Reserves*. (ERD Working Paper 109 of the Asian Development Bank). Noviembre de 2007.
- Ramirez, C., y Ung, H.T. (2004). *Singapore Inc. versus the Private Sector: Are Government-linked Companies Different?* (IMF Staff Papers 51(3); 510-528).
- Sitio oficial de la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur. ([www.gic.com.sg](http://www.gic.com.sg))
- Tay, J., Supaat, S., Tharmaratnam, S. y Robinson, E. (2004). *Singapore's Balance of Payments 1965-2003: An Analysis*. Autoridad Monetaria de Singapur. (Staff Paper No. 33). Agosto de 2004.
- Temasek. *Temasek Review 2006 and 2007*. Disponible en el sitio web ([www.temasekholdings.com.sg](http://www.temasekholdings.com.sg))
- Tesoro de los Estados Unidos. *Sovereign Wealth Funds*, Apéndice 3 del Semi-Annual Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies. Junio de 2007. Disponible en el sitio web [www.treasury.gov](http://www.treasury.gov).
- Truman, T. (2007a). *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*. (Policy Brief Número PB07-6). Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Truman, T. (2007b). *Meeting the Challenge of Sovereign Wealth Funds*. (Página de tribuna en Handesblatt). 8 de Septiembre de 2007. Disponible en el sitio web de Peterson Institute for International Economics [www.iie.com](http://www.iie.com)

Truman, T. (2007c). *Sovereign Wealth Fund Acquisition and Other Foreign Government Investments in the US: Assessing the Economic and National Security Implications*. (Declaración ante el Comité del Senado en Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos). 14 de Noviembre de 2007. Disponible en el sitio web de Peterson Institute of International Economics [www.iie.com](http://www.iie.com)

## Fondo Soberano de Riqueza de China

Manuel F. Montes<sup>49</sup>

### Introducción

“El Fondo chino a punto de cerrar trato con Flowers”<sup>50</sup> fue el titular del *Financial Times* (pág. 1) del 8 de enero de 2008, en el cual se menciona la inversión de USD 4 mil millones en un nuevo fondo que invertirá en instituciones financieras afectadas por la crisis. Dicho fondo sería el objeto de las negociaciones entre la Corporación de Inversión de China (*el énfasis agregado*) Fondo Soberano de Riqueza y JC Flowers (fondo de capital privado estadounidense).

En los tres meses anteriores, los titulares del *Financial Times* no hicieron más que pronunciarse sobre esta noticia y sobre el colapso crediticio internacional, poniendo en tela de juicio las inversiones realizadas por el FSR chino y los posibles impactos a los que están expuestas sus inversiones. El artículo destacó un hecho importante de la potencial inversión ya que, en este caso y a diferencia de los planes de rescate en UBS, Merrill Lynch, Citibank y Morgan Stanley, los chinos estarían invirtiendo de forma indirecta, reflejando la preocupación que los FSR tienen respecto a las posibles reacciones políticas a medida que invierten en reconocidas compañías extranjeras. Esta inquietud trae a la memoria el espíritu proteccionista contra las intensas inversiones asiáticas de hace tres décadas, cuando los inversionistas japoneses comenzaron a comprar empresas y activos estadounidenses emblemáticos.

Con USD 200 mil millones en activos, la Corporación de Inversión de China (CIC) no es el único FSR del país. Existe un fondo más grande gestionado por la Administración Estatal de Divisas (SAFE), que administra la mayor parte de los USD 1,4 mil millones de las reservas internacionales del Estado. Con sucursales en Hong Kong, Singapur, Londres y Nueva York, SAFE tiene fama de realizar inversiones poco agresivas, centrándose en títulos de renta fija, divisas y productos básicos. Dado su enfoque convencional para las inversiones, el fondo que administra la SAFE no se clasifica como un FSR. Sin embargo, la sucursal

---

<sup>49</sup> Jefe de la División para Análisis de Políticas y Desarrollo, de la Oficina de Financiación para el Desarrollo del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas. El presente trabajo fue elaborado para el Taller sobre Fondos de Riqueza Soberana auspiciado por la CAF, que se llevó a cabo en Londres, el 18 de febrero de 2008. El autor agradece los comentarios de los participantes del Taller así como el apoyo de la CAF. El autor es responsable de cualquier error. Todas las opiniones versadas en este trabajo así como el análisis que en él se hace son entera responsabilidad del autor y no deberán asociarse con las Naciones Unidas ni con sus organismos conexos. Correo electrónico: montes@un.org.

<sup>50</sup> Sender, Henry [2008] “El Fondo chino a punto de cerrar trato con Flowers.” *Financial Times*, 8 de Febrero de 2008, p.1.

en Hong Kong “salió de las tinieblas” cuando se reveló la noticia de que había comprado acciones en tres bancos australianos<sup>51</sup>. Estas inversiones se consideraron más agresivas comparadas con las transacciones comerciales anteriores.

### Cuestiones macroeconómicas

Los FSR de China se han creado a partir de dos fuentes: los excedentes comerciales provenientes principalmente de las exportaciones de productos manufacturados (productos no genéricos) y el enorme flujo de inversión extranjera que ha existido desde la reforma del sistema de planificación central. En comparación con otros países que tienen FSR más grandes y más antiguos, el tamaño del Gobierno central como proporción del PIB es visiblemente pequeño (sus gastos representan apenas un 20% del PIB, véase el Cuadro 1),. La propiedad estatal y local de empresas económicas sigue siendo importante. Sin embargo, con un sector económico en expansión, cuyo poder se está descentralizando en los funcionarios provinciales, es difícil describir la integración china en la economía mundial del mismo modo en que se hablaba de Japón como “*Japan, Inc.*” en la década de los ochenta.

**Cuadro 1 Principales balances de ahorro-inversión**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
(Como porcentaje del PIB)						
Formación de capital total	34,0	35,0	38,0	39,0	40,0	44,0
del cual: Capital fijo	34,0	35,0	38,0	39,0	41,0	44,0
Ahorro nacional bruto	35,0	38,0	41,0	43,0	47,0	51,0
Cuenta corriente externa	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	7,0
Balanza presupuestaria global	-2,7	-3,0	-2,4	-1,5	-1,3	-1,2
Ingresos	15,1	15,9	16,2	16,6	17,5	18,3
Gastos	17,9	18,9	18,6	18,1	18,8	19,5
Deuda bruta del gobierno	17,7	18,9	19,2	18,5	17,9	17,3
Activos nacionales netos del sistema bancario	15,2	16,2	19,7	7,7	12,6	
de los cuales: créditos nacionales	6,4	30,7	19,6	10,9	13,6	
Masa monetaria ampliada	14,4	16,8	19,6	14,6	17,6	
Dinero de reserva	9,2	13,3	17,1	11,4	9,3	
Tasa de interés (plazos fijos de un año)	2,3	2,0	2,0	2,1	2,3	

\*proyectado en 2006

Fuente: FMI

<sup>51</sup> Anderlini, Jamil [2008] “China Investment Arm Emerges from Shadows.” *Financial Times*, 6 January 2008, p. 6.



De hecho, en esta área de investigación, muchas ciudades y provincias chinas tienen sus propios fondos de inversión<sup>52</sup>. Este contexto de descentralización tiene dos implicaciones. En primer lugar, existe una amplia gama de empresas (que no están bajo la supervisión directa de las autoridades nacionales) que centra su atención en mantener portafolios en divisas. Una liberalización más acelerada de los controles de cambio posibilitaría la rápida diversificación de estas carteras en activos extranjeros. En segundo lugar, el monitoreo y la transparencia de estas actividades son difíciles aun en el marco nacional. Los esfuerzos de las autoridades nacionales por mejorar el nivel de transparencia y las buenas prácticas de las inversiones extranjeras probablemente se aplicarían sólo a las empresas nacionales.

El Cuadro 1 resume los principales balances de ahorro-inversión de China. Como porcentaje del PIB, la cuenta corriente es siete veces mayor de lo que fue en el año 2000. Sin embargo, es la tasa nacional de ahorros de China la que ha servido, en primer lugar, de sustento para la estabilidad macroeconómica, y en segundo lugar, de principal fuente de los fondos invertibles. Esto ha dado lugar a una combinación de tasas de inversión elevadas, de aproximadamente 44% del PIB, y de bajas tasas de interés a nivel nacional. Las elevadas tasas de crecimiento económico no explican del todo la elevada tasa de ahorros pero constituyen un factor significativo de esta. Un factor clave para una tasa de ahorros elevada es la ausencia de diversas instituciones y mercados en los sistemas de protección social y de pensiones de China, así como sus mercados crediticios para particulares, aún subdesarrollados. El sistema económico de descentralización del Estado, bajo el régimen de planificación central anterior, había asignado a las empresas la responsabilidad de la protección social y de la vivienda. La reforma de las empresas estatales ha cambiado profundamente las perspectivas de los trabajadores de obtener protección social de sus empleadores. Esto constituye un aliciente para que las familias ahorren, compren activos financieros y acumulen fondos para su jubilación.

---

<sup>52</sup> Si bien no hemos estudiado las regulaciones que se aplican a las inversiones extranjeras que realizan estos fondos locales, las primeras experiencias china y vietnamita en el manejo de los balances en divisas de las actividades económicas vinculadas al comercio exterior señala que hubo un desbordamiento de estos fondos en divisas luego de una desregulación precipitada y, por ende, un mayor debilitamiento del renminbi. En las primeras experiencias de reforma, a los países asiáticos con régimen de planificación central les costó hacer que las corporaciones estatales devolvieran a los bancos centrales las ganancias procedentes de las divisas. En próximas actualizaciones del presente documento analizaremos estas regulaciones.

*¿Acaso no bastan las sólidas políticas macroeconómicas?*

**Cuadro 2 Fuentes de acumulación de reservas, China**

	2004	2005	ene-abr 2006
Balanza de la cuenta corriente	69,0	161,0	59,0
cuya balanza comercial equivale a:	49,0	125,0	44,0
Balanza de las cuentas de capital y financiera*	138,0	46,0	17,0
IED, neta	53,0	68,0	16,0
Otros, netos	85,0	-22,0	2,0
Variación en las reservas en divisas	206,0	207,0	76,0
(En porcentaje del total de variación en reservas)			
Balanza de la cuenta corriente	33,5	77,8	77,6
cuya balanza comercial equivale a:	23,8	60,4	57,9
Balanza de las cuentas de capital y financiera *	67,0	22,2	22,4
IED, neta	25,7	32,9	21,1
Otros, netos	41,3	-10,6	2,6
Variación en las reservas en divisas	100,0	100,0	100,0

\*Incluyendo los errores y omisiones

Fuente: FMI

El Cuadro 2 muestra la naturaleza cambiante de la acumulación de reservas de China, así como los desafíos en términos de inversión y acumulación de activos que enfrentan las autoridades monetarias. En 2004, la cuenta de capital representaba 67% de dicha acumulación; en 2005, había disminuido a 22%, y el desempeño de la balanza comercial positiva aumentó de 24% a 60%. El nivel absoluto de la inversión extranjera directa aumentó entre estos dos años como también su aportación a una acumulación positiva. El cambio fundamental entre 2004 y 2005 fue la aportación negativa de la inversión directa no extranjera. Estas cifras suscitan los siguientes cuestionamientos:

(i) La competitividad comercial de China frente a otros países en desarrollo, y más aún frente a otros países más desarrollados, especialmente en el continente asiático, sugiere que la aportación comercial positiva del comercio y de la inversión extranjera a la acumulación de reservas continuará en el futuro inmediato. Es poco probable que una apreciación acelerada de la divisa reduzca el flujo de inversiones extranjeras. Surge pues la pregunta: ¿Acaso una apreciación acelerada disminuirá necesariamente la acumulación de reservas? ¿Hay suficiente demanda por parte de los extranjeros para comprar activos chinos y que las políticas de liberalización de la cuenta de capital den lugar a una apreciación acelerada del renminbi? (en lugar de una masiva diversificación de las carteras hacia activos extranjeros por una población con una elevada tasa de ahorros). La competitividad comercial china se pondrá a prueba con una rápida apreciación de la moneda pero es poco probable que China pierda los mercados de manufacturas livianas que ha acaparado a nivel internacional. Estos ajustes requerirán de una reorganización de la inversión y de los lazos comerciales entre los países, lo cual llevará tiempo y, por lo tanto, es poco

probable que una apreciación acelerada afecte drásticamente la competitividad china. Dadas estas razones, es probable que los superávits en la cuenta corriente se mantengan en el mediano plazo.

(ii) La compensación negativa que se muestra en el Cuadro 1 es coherente con la posición de las inversiones netas de China que según estimaciones del FMI debían aumentar de USD 120 mil millones en 2004 a USD 288 mil millones en 2005 (es decir, más del doble). ¿Debe China contemplar la posibilidad de un aumento en sus inversiones externas mayor que la tasa implícita en el volumen del fondo CIC?

La creciente obra publicada sobre el nivel de las reservas óptimas ha surgido para explicar la acumulación de reservas en las economías emergentes. Una corriente de pensamiento sustenta que este fenómeno tiene motivaciones mercantilistas, como resultado de una política planificada para mantener una tasa de cambio subvaluada. Existen dudas respecto de cuanto tiempo los funcionarios nacionales podrían mantener dicha política a la luz de los costos elevados de esterilización y de los costos de largo plazo de represión financiera. En el caso de China, la elevada tasa de ahorros ha mantenido las tasas nacionales de interés en 2% (Véase el Cuadro 1), pero los puntos débiles del sector bancario, que se acentuaron en las épocas de fuerte crecimiento económico de la década de los noventa, son bastante conocidos.

Una opinión contraria, que califica a los funcionarios de los bancos centrales de los países emergentes como muy racionales, es que la liberalización financiera ha potenciado el riesgo de los flujos adversos de capital y ha hecho también que los países en desarrollo estén obligados a disponer de recursos para cumplir con todos los pasivos externos. Según Jeanne y Rancierre (2005), el nivel óptimo de reservas busca compensar el costo de las reservas con el costo esperado de un *sudden stop* en el financiamiento externo. Bajo esta premisa, Jeanne (2007) sugiere que la acumulación de reservas en las economías emergentes asiáticas no se justifica ya que los niveles acumulados sólo corresponderían a un 60% de probabilidades de ocurrencia de una crisis de financiamiento externo (en julio de 1997, la probabilidad de dicha crisis en los países emergentes asiáticos superó el 99,9%; no cabe duda que los responsables asiáticos de políticas vivieron una crisis económica reciente).

Aizenmann y Lee (2006) llevaron a cabo una evaluación sobre estas dos hipótesis y concluyeron que, efectivamente, los funcionarios de los bancos centrales de los países emergentes son, en promedio, bastante racionales y la mayor parte de las acumulaciones se realizan como medida precautoria. Jeanne (2007) señala que, por lo menos en el caso de los países emergentes asiáticos, las acumulaciones son el resultado de los superávits en las exportaciones.

La navaja de Occam sugiere una explicación menos conspirativa y menos sujeta a la súper racionalidad. Muchos países asiáticos han experimentado un fuerte crecimiento en sus exportaciones, aunque no necesariamente superávits en la cuenta corriente, lo que ha sucedido durante décadas. Recientemente China se ha sumado de manera fuerte y exitosa a esta tendencia. A mediados de la década de los noventa, antes de la crisis asiática, los costos de esterilización eran más elevados que luego de dicha crisis, lo cual se debe a varias razones. Los empréstitos bancarios hacia el continente asiático cesaron luego de la crisis, de modo que sólo debieron esterilizarse los excedentes de las exportaciones después de esta. Para las economías impulsadas por la exportación, mantener estables los tipos de cambio fue una medida acertada durante el período de recuperación. Actualmente, han aumentado los costos y el renovado interés internacional de invertir en Asia está socavando los esfuerzos para allanar las fluctuaciones en los tipos de cambio. Las reservas asiáticas han aumentado gracias al descuido y al conservadurismo durante la crisis. ¿Cuántas reservas harían falta para hacer frente a un *sudden stop* en financiamiento extranjero? El análisis de la navaja de Occam sugiere que, esencialmente, la respuesta radicaba en consideraciones del sector real, es decir, el sector exportador, y que el nivel correcto de reservas correspondería al requerido para mantener un tipo de cambio estable (tal como lo era antes de la crisis asiática y luego de que la mayor parte de las economías de la región hubiesen liberalizado sus cuentas de capital). No está claro si bastan diez años (desde 1997) para atribuirlo a motivaciones mercantilistas como tampoco está claro si los costos nacionales han subido demasiado como para mantener la actual política.

Existe también una consideración económica crucial. Wyplosz (2006) la ha denominado “el temor al FMI”. Si bien no es muy racional, los responsables asiáticos de políticas son lo suficientemente racionales como para recordar el papel que desempeñaron el FMI y diversas instituciones (incluidas las agencias calificadoras) en los principales centros financieros antes y durante la crisis. Si bien, tras la crisis asiática el FMI realizó análisis con los concluyó que existen bases para cuestionar las medidas que se aplicaban a los países en desarrollo antes de la crisis (como por ejemplo la liberalización de la cuenta de capital, y la secuencia de esta última con otras políticas, así como la influencia favorable y dinámica del financiamiento externo para el desarrollo), sus conclusiones incluyen las advertencias y límites que caracterizan a un buen estudio analítico, no está claro si estas conclusiones son realmente una guía para la elaboración de políticas. En todo caso, las economías emergentes están representadas en la junta directiva del FMI. Sobre la base de que el FMI es una cooperativa diseñada para el aseguramiento mutuo, la consideración económica sugiere que muchos países miembros no se sienten suficientemente asegurados por el FMI.

Las políticas y los enfoques del FMI no pueden constituir la única consideración económica. La crisis asiática ha puesto de relieve el comportamiento volátil de los flujos de capital privados e internacionales, lo cuales pueden ser

considerables respecto a los mercados de divisas en los países en desarrollo. No está claro si el FMI cuenta con suficientes recursos para controlar los flujos privados como lo hacen los bancos centrales nacionales. Como acreedor que es, tampoco está claro si el FMI tiene la autoridad moral suficiente para sacar de apuros a un país económicamente afectado.

### ***Las reservas internacionales de China***

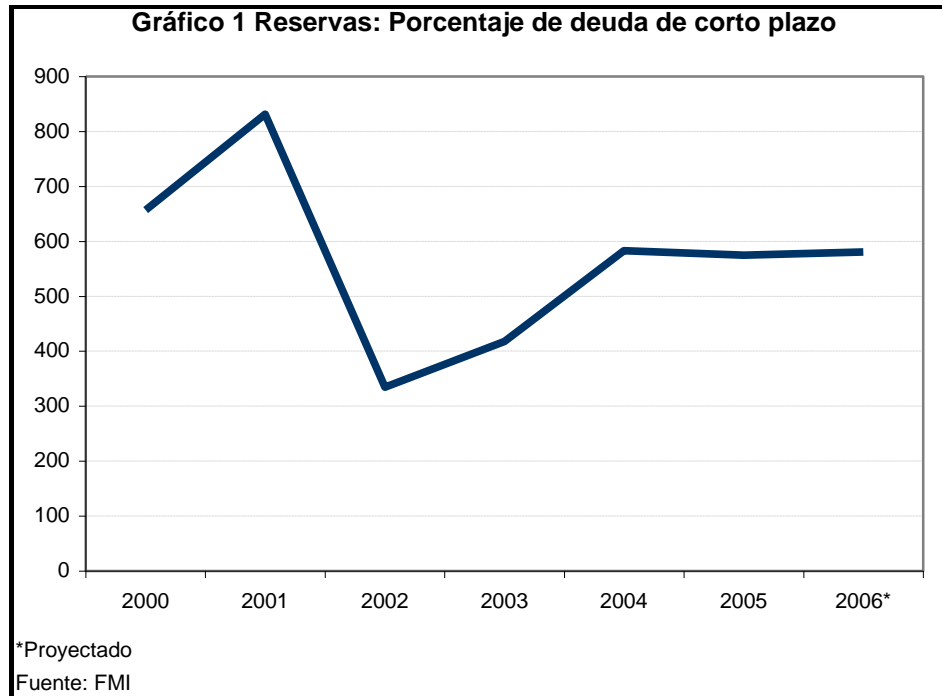
En términos económicos, el nivel de reservas internacionales de China supera muchas de las medidas que se sugieren en la literatura. Como se ha señalado en la sección anterior, pueden existir fuertes motivos que no son de índole económica para mantener elevados niveles de reservas. El Cuadro 3 resume la acumulación de reservas de China en los últimos años. Las reservas internacionales representan un 40% del PIB; Jeanne (2007) sugiere que a un 20% de probabilidades de una crisis financiera, el nivel de reservas correspondería a 7,7 % del PIB. Como porcentaje de la deuda de corto plazo (por vencimiento restante), China tiene cinco veces el nivel requerido pese a que este incremento ha disminuido en los últimos años (Véase el Gráfico 1).

**Cuadro 3 Reservas y deuda externa de China**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
<b>Reservas</b>							
Brutas (miles de millones de USD)	169,0	219,0	295,0	412,0	619,0	826,0	1.046,0
Meses de importaciones	7,5	8,0	7,9	8,2	10,4	11,3	11,6
Porcentaje del PIB	14,1	16,5	20,3	25,1	32,0	37,1	41,1
Porcentaje del M2	10,1	11,4	13,2	15,4	20,1	22,3	
Porcentaje de la deuda de corto plazo	656,6	831,4	334,4	418,0	583,2	574,9	580,8
Porcentaje de la deuda externa	116,0	118,5	158,3	197,3	250,1	294,0	324,2
<b>Deuda externa</b>							
Total (miles de millones de USD)	145,7	184,8	186,4	208,8	247,5	281,0	322,6
Como porcentaje del PIB	12,2	13,9	12,8	12,7	12,8	12,6	12,7

\*proyectado en 2006

Fuente: FMI



El tema de debate no gira en torno a si se introdujeron cambios para disminuir los niveles de las reservas de China, sino a cuál es el patrón que deberá regir dichos ajustes y el papel de la política estatal en estos. Estos ajustes constarían de una apreciación de divisas dirigida, de una mayor confianza en la demanda doméstica, de una renovada atención a los aumentos salariales, de una equidad de ingresos y de activos; así como de un aumento en los gastos del Estado destinados al sector social.

Dado que se espera que la elevada tasa de ahorro y los superávits en la cuenta corriente sean rasgos de mediano plazo, deberá identificarse el modo de usar productivamente los activos acumulados mientras se manifiesta el esperado declive en el nivel de las reservas. La primera reivindicación hipotética de los activos en reservas serviría para financiar un rescate ante una crisis bancaria sistémica y para restablecer minuciosamente los balances generales de las empresas financieras domésticas. Las autoridades han adoptado medidas para disminuir el crecimiento crediticio. Los sistemas crediticios que se extienden demasiado, con frecuencia se desmoronan súbitamente, ya que los acreedores tienden a reconocer su sobre exposición únicamente cuando decae el crecimiento crediticio. Se requiere mayor investigación para determinar si el nivel de reservas de China es suficiente en el caso de un eventual derrumbe del sistema financiero. El Cuadro 3 muestra que el nivel de reservas como porcentaje de M2 se ha duplicado en los últimos años, de 11% en 2001 a 22% en 2005. Sin embargo, un saneamiento metódico y deliberado de las pérdidas bancarias sería más conveniente que un ajuste impuesto por una crisis.

La segunda reivindicación es financiar las inversiones nacionales, para las cuales son inevitables las ramas de inversión, con la finalidad de racionalizar la estrategia de empréstitos así como identificar y someter a investigación los proyectos. La tercera reivindicación es invertir en activos extranjeros.

## **Los Fondos Soberanos de Riqueza de China**

Si bien los FSR existen desde hace tiempo, últimamente han llamado fuertemente la atención debido a la ansiedad que existe en torno a la posibilidad de que controlen muchos activos en los países industrializados. Si bien los países en desarrollo han mostrado nerviosismo ante el potencial impacto de la volatilidad de flujos especulativos provenientes de los fondos de cobertura, los países industrializados han mostrado preocupación en torno a la pérdida de largo plazo vinculada al retorno de los flujos hacia los países en desarrollo mediante las inversiones de sus FSR.

La CIC, FSR de China más conocido, inició sus operaciones oficialmente el 29 de septiembre de 2007 con USD 200 mil millones. Si bien su reciente aparición no justifica que se desprendan lecciones de política de sus actividades, la inversión de la CIC en el fondo de capital privado, Blackstone, no sólo se calificó de inversión más agresiva sino que también se notó ampliamente la caída de los precios de las acciones en Blackstone que siguieron a la oferta pública inicial. Las declaraciones públicas revelaron que dos tercios de los fondos de la CIC se invertirían a nivel nacional, dejando unos USD 66 mil millones para inversiones externas. En este sentido, se ha sobrevalorado la capacidad de la CIC de manejar los mercados financieros y ejercer influencia en las políticas públicas internacionales (comparado con otros FSR, la CIC es un fondo pequeño). Existe la capacidad de hacer crecer el fondo dado el alto nivel de reservas que posee China.

Las actividades iniciales de la CIC podrían o no determinar el patrón a seguir en las futuras inversiones. Dos tercios de su capital inicial de USD 200 mil millones se usaron para recapitalizar el Banco Agrícola de China, Everbright Bank, y para absorber Huijin Investments, inicialmente una rama de inversión del Banco Central de China. La CIC no puede disponer de sus acciones en Blackstone durante cuatro años. La CIC también invirtió USD 5 mil millones en Morgan Stanley<sup>53</sup>; en este caso, obtuvo un retorno envidiable de 9% hasta 2010, fecha

---

<sup>53</sup> Tucker, Sundeep (2007) "Morgan Stanley Deal with CIC seen as a Key to Special Treatment." *Financial Times*, 21 de diciembre de 2007, p. 18.

en que la inversión podría convertirse en acciones comunes<sup>54</sup>. Estas inversiones iniciales sugieren que, al igual que otros FSR, la CIC tiene un horizonte de inversión de largo plazo abierto a períodos asegurados a cambio de retornos más elevados, y que los retornos constituyen criterios clave para sus inversiones extranjeras. Lou Jiwei, Presidente de la CIC, dijo a Wall Street Journal que “el fondo quería que se le considerase como una empresa comercial y no como una fuerza política”<sup>55</sup>.

En el momento de redacción de este trabajo, el sitio web de la CIC contiene información que se limita a la contratación de los administradores de sus fondos. Como parte de su programa de contratación, la CIC ha anunciado que contará con dos vehículos vinculados a resultados de gestión: (i) la cartera activa de renta fija global, que exige retornos en las inversiones globales de bonos de 150 puntos básicos más que los retornos de referencia y (ii) la cartera activa de deuda de los mercados emergentes que requiere inversiones de bonos con una tasa de retorno anual a 200 puntos básicos por encima de la tasa de referencia de inversión.

Las inversiones chinas en activos en divisas tendrán que hacer frente a la esperada apreciación del renminbi a largo plazo. Si bien, sólo un tercio de los activos de la CIC se destina a la inversión externa, las inversiones de SAFE se realizan en divisas. SAFE, una rama de inversión de propiedad absoluta y principal administradora de las reservas internacionales de China, se asemeja a la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur (GIC). Al igual que la GIC, no se conoce el monto exacto de los fondos administrados por SAFE y la divulgación de la repartición de sus tenencias, incluidas las divisas en las que invierte, menoscabarían sus operaciones de divisas. Los ingresos exentos de impuestos representan aproximadamente el 10% de la totalidad de los ingresos del Gobierno central aunque es poco probable que los ingresos procedentes de las reservas ejerzan mayor influencia en la política del Estado sobre dichos ingresos. Al momento de redactar este trabajo, no disponemos de información sobre qué porcentaje de las entradas exentas de impuestos procede de las reservas internacionales. Como se ha señalado anteriormente, SAFE tiene la reputación de ser un administrador de fondos de reservas internacionales convencional pese a que las personas que trabajan en esta área aprecian en gran medida la facilidad que tienen para realizar transacciones en el orden de los mil millones de dólares.

La experiencia de China en el área de la inversión internacional es reciente y sus recursos en FSR genuinos son ínfimos. Estas actividades han atraído la

---

<sup>54</sup> Anderlini, Jamil (2007) “China Investment Arm Emerges from Shadows.” *Financial Times*, 21 de diciembre de 2008, p. 18.

<sup>55</sup> *China Economic Review*, 1 de febrero de 2008.



atención mundial en los mercados financieros y en los debates políticos, lo cual es coherente con el esfuerzo inusual que ha hecho la CIC para explicar sus intenciones a los medios de comunicación.

## **Las perspectivas**

La base de las fortalezas que muestran los FSR de China deriva de su desempeño macroeconómico, el cual probablemente se mantendrá. China ha acumulado una buena cantidad de reservas, lo que parece excesivo si se aplican criterios puramente económicos. Se requieren políticas que reduzcan el volumen de estas reservas en función de la economía del país. Sin embargo, cabe destacar que es poco probable que sólo la liberalización de los flujos de capital conlleve ajustes o provea un patrón metódico para disminuir el excedente de las reservas. Controlar en forma permanente y deliberada los flujos de capital podría ser una medida útil para garantizar que se lleven a cabo los ajustes necesarios.

Las primeras operaciones de la CIC sugieren que sus inversiones extranjeras harán hincapié en los retornos y propenderán a tener posiciones de inversión de mayor largo plazo, lo que puede reducir la volatilidad en los mercados financieros. Al igual que otros FSR, el CIC proviene de un país cuyo sector financiero nacional aún tiene que desarrollarse mucho. Los FSR podrían desempeñar un papel fundamental en el desarrollo de mercados e instituciones financieras nacionales. En el caso de China, existe, de hecho, la necesidad inmediata de fortalecer y recapitalizar el sistema bancario nacional.

La actual crisis financiera ha puesto de relieve el papel estabilizador de los fondos de riqueza soberana, incluidos los de China, en apoyar a las empresas financieras en los países desarrollados que necesitan inyección de capital. La crisis coincide también con la reversión de los desequilibrios mundiales que han impulsado la acumulación de divisas de donde provienen los FSR. Durante la transición, los FSR se harán visibles.

En líneas generales, el presente análisis sugiere que los temas relativos a los FSR de China son temas “normales” y que por lo menos, en el caso chino, la exagerada atención que ha suscitado ha sobrepasado la realidad, es decir, el volumen del fondo es pequeño y las transacciones operativas han sido muy convencionales.

## Referencias bibliográficas

Aizenman, J. y Jaewoo L. (2006). *Financial versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding*. (Working Paper No 06/280). Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

Anderlini, J. (2007). China Investment Arm Emerges from Shadows. *Financial Times*. 21 de diciembre de 2008, p. 18.

Anderlini, J. (2008). China Investment Arm Emerges from Shadows. *Financial Times*. 6 de enero de 2008. p. 6.

Jeanne, O. y Ranciere, R. (2005). *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*. (IMF Research Department). 27 de abril de 2005. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

Jeanne, O. (2007). *Brookings Papers on Economic Activity*. 22 de marzo de 2007. Washington DC: Brookings Institution.

Sender, H. (2008). Chinese Fund Nears Deal with Flowers. *Financial Times*. 8 de febrero de 2008. p. 1.

Tucker, S. (2007) Morgan Stanley Deal with CIC seen as a Key to Special Treatment. *Financial Times*. 21 de diciembre de 2007. p. 18.

Wyplosz, C. (2007). The Foreign Exchange Reserves Buildup: Business as Usual? Documento elaborado para el *Taller sobre Deuda, finanzas y asuntos emergentes en la integración financiera* organizado por el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas. 6 a 7 de marzo de 2007, Londres, Reino Unido