

Fondos soberanos y estabilidad global: ¿qué oportunidades?

Los fondos soberanos (SWF, sovereign wealth funds) han sido objeto de una creciente atención durante los últimos años, en parte porque su auge ha coincidido con la mayor crisis financiera de las economías desarrolladas desde los años treinta del siglo XX. Este artículo expone las características principales de esos fondos y se adentra en la controversia sobre sus efectos negativos y positivos. La conclusión principal es que muchas de las críticas que han recibido los fondos soberanos no están adecuadamente fundamentadas y que, por el contrario, su actividad –si se canaliza adecuadamente– puede constituir una importante fuente de estabilidad, crecimiento y desarrollo en la economía global.

La gran inestabilidad de los flujos privados de capital durante los últimos años, que se ha visto exacerbada a raíz de la crisis financiera internacional iniciada en 2007, junto con los problemas de escasez de liquidez global asociados a las diversas manifestaciones de la crisis, han hecho que empiecen a destacar, de manera prominente, las actividades transfronterizas de los fondos soberanos (FS).

Sin embargo, el comportamiento de los fondos soberanos, que en su mayor parte son originarios de economías emergentes y en desarrollo (como China, Singapur o algunos países exportadores de petróleo), ha suscitado una gran controversia. Para algunos analistas, se estaría constituyendo un poder financiero que, al acelerar la transición hacia un mundo postoccidental, podría desequilibrar anticipadamente la relación de fuerzas entre los países y provocar (más) inestabilidad en la comunidad internacional. Además, se argumenta que los fondos soberanos estarían reforzando los grandes desequilibrios macroeconómicos globales (la presencia de fuertes déficit y superávit

Pablo Bustelo es profesor titular de Economía Aplicada (UCM) e investigador del Real Instituto Elcano

externos, que alcanzaron su máximo en 2007), señalados como una de las causas de la crisis financiera internacional reciente. Por añadidura, se ha achacado a esos fondos un comportamiento supuestamente depredador, más interesado en realizar inversiones estratégicas por motivos políticos que en ajustarse a criterios puramente financieros o comerciales.

Esas críticas, junto con otras que se señalarán más adelante, han puesto a los fondos soberanos en el punto de mira de ciertos enfoques. Con todo, esos fondos tienen, como se argumentará en este trabajo, ventajas indudables. Entre ellas, pueden citarse su importante capacidad financiera en momentos de escasa liquidez internacional, su asistencia en la contención de los efectos nacionales de la crisis, su potencial de financiación de sectores como infraestructuras o energías renovables, sus inversiones a largo plazo y por tanto estables (especialmente frente a unos capitales privados particularmente volátiles) y el fomento que realizan de las iniciativas de cooperación financiera entre países en desarrollo.

La irrupción de los fondos soberanos

En su definición más simple, los fondos soberanos (FS) son vehículos de inversión, de propiedad o de control gubernamental, cuya actividad consiste en mantener, gestionar y administrar activos.¹ Aunque pueden tener diversas finalidades, los FS cumplen habitualmente alguno o algunos de los tres objetivos siguientes: asegurar la transferencia de riqueza entre generaciones; diversificar el uso del exceso de reservas en divisas; y contribuir a evitar un revés macroeconómico al país de origen (debido, por ejemplo, a la volatilidad de los ingresos por exportación o de las entradas de capital) o a financiar situaciones temporales de déficit (por ejemplo, presupuestario). Cumplen esos objetivos con inversiones, por lo general, a largo plazo. Se estima que en 2010 había medio centenar de FS en el mundo.

Los activos gestionados por FS en 2010 ascendieron a 4,2 billones de dólares, una cantidad apreciable y superior a la correspondiente a los activos de las firmas de *private equity* (2,6 billones) y a los fondos de cobertura o alto riesgo (*hedge funds*, 1,8 billones), aunque todavía notablemente inferior a los activos en manos de compañías de seguros (21,6 billones), mutualidades (24,7 billones) y fondos de pensiones (31,1 billones). Es de destacar que los activos de los FS se han cuadruplicado con creces desde 2000, año en el que superaron por vez primera un billón de dólares.

Esos activos han aumentado apreciablemente durante la crisis reciente (en 2008 fueron de 3,7 billones de dólares). Los expertos prevén un rápido crecimiento de dichos activos en

¹ Véase una introducción a las características principales de los FS en TheCityUK, *Sovereign Wealth Funds*, Londres, abril de 2011.

los próximos años: podrían superar los 5 billones tan pronto como en 2012 y los 13 ó 15 billones antes de 2020.

Los principales FS, por tamaño de sus activos, figuran en el cuadro 1. Como puede verse, destacan los FS de países exportadores de petróleo y gas natural (Abu Dhabi, Noruega, Kuwait, Qatar, etc.) y de algunas naciones exportadoras de Asia oriental (Singapur, China, etc.). La razón es que los FS se financian principalmente con los ingresos por exportación de materias primas (especialmente hidrocarburos) y con las transferencias de reservas en divisas, aunque, en ocasiones, también pueden recibir fondos originados por excedentes presupuestarios, reservas de fondos de pensiones o ingresos por privatizaciones.

Cuadro 1
Principales fondos soberanos (activos gestionados a finales de 2010)

Nombre	Activos gestionados	País de origen	Año de creación
Abu Dhabi Investment Authority	627.000	Abu Dhabi	1976
Government Pension Fund - Global	512.000	Noruega	1990
SAMA Foreign Holdings	439.000	Arabia Saudita	sd
SAFE Investment Company	347.000	China	1997
China Investment Corporation	332.000	China	2007
HKMA Investment Portfolio	259.000	China (HK)	1993
Government Investment Corporation	248.000	Singapur	1981
Kuwait Investment Authority	203.000	Kuwait	1953
National Social Security Fund	147.000	China	2000
National Welfare Fund	143.000	Rusia	2008
Temasek Holdings	133.000	Singapur	1974
Qatar Investment Authority	85.000	Qatar	2005

Fuente: TheCityUK.

Los 10 mayores FS gestionan el 80% de los activos totales en manos de esos fondos. El primero, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), supone más del 20%. Los principales países de origen de los FS son China (con el 26% de los activos en 2010), Emiratos Árabes Unidos (17%), Noruega (12%), Arabia Saudita (11%) y Singapur (9%). Por regiones, Oriente Medio y Asia suponen conjuntamente el 73%. Es de destacar igualmente que entre los FS más importantes se cuentan también los originarios de países como Australia o Nueva Zelanda y que hay FS de algunos Estados de EEUU, como Alaska.

Las actividades de los FS pueden ser de tipo nacional (estabilización y desarrollo de las economías de origen) o tener carácter internacional. Se estima que en el primer semestre

de 2010 las segundas supusieron el 86% de las actividades totales, por lo que se puede concluir que los FS están fuertemente internacionalizados.

Aunque existen FS desde hace mucho tiempo (por ejemplo, KIA, Kuwait Investment Authority, se creó en 1953), la mitad de los hoy existentes fueron constituidos después de 2000. Los casos más conocidos son el de China Investment Corporation (CIC), creado en 2007, y el de Qatar Investment Authority (QIA), constituido en 2005.

El auge reciente de los FS obedece a dos tipos de razones: en primer lugar, el fuerte crecimiento de los precios de las materias primas energéticas entre 2002 y 2008 (cuyo índice se triplicó con creces); en segundo término, la rápida acumulación de reservas en divisas por parte de algunos países asiáticos exportadores de manufacturas (especialmente China, cuyas reservas pasaron, como es bien conocido, de 290.000 millones de dólares en 2000 a 2,85 billones en 2010).² La acumulación por China de reservas en divisas ha sido el resultado, entre otros factores, del superávit comercial, las entradas de capital, la creación de un seguro ante una eventual crisis de balanza de pagos o la voluntad de contener la apreciación del yuan vendiendo moneda nacional y comprando divisas. Una de las consecuencias más notables de la acumulación de reservas en los países emergentes es que ha contribuido a una de las grandes paradojas de la economía global actual, que consiste en que los países en desarrollo sean prestamistas netos de los países ricos. Las transferencias netas de recursos financieros hacia los países en desarrollo son *negativas* desde finales de los años noventa del siglo XX y alcanzaron un máximo de *menos* 883.000 millones de dólares en 2008.

El auge extraordinario de los FS en los cinco años anteriores a la crisis financiera destaca a la vista de los siguientes datos: si el tamaño de mercado global de capitales creció de 124 billones de dólares en 2003 a 194 billones en 2007, los activos gestionados por los FS aumentaron de 1,5 a 3,6 billones, es decir, se duplicaron con creces; además, las inversiones en el extranjero de los FS se incrementaron de manera mucho más rápida, al pasar de apenas 7.000 millones de dólares en 2003 a 96.000 millones en 2007. En otros términos, los FS fueron un segmento particularmente dinámico de la globalización financiera anterior a la crisis.

¿Temores infundados?

La actividad de los FS durante la primera fase de la crisis financiera internacional reciente, que se manifestó en la adquisición de un buen número de instituciones financieras occiden-

² Un análisis detallado de la acumulación de reservas en divisas en las economías emergentes y su relación con el auge de los FS figura en S. Griffith-Jones y J. A. Ocampo, «Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective», *Initiative for Policy Dialogue*, Columbia University, octubre de 2010.

tales en dificultades (véase, cuadro 2), desató inmediatamente numerosas críticas. Se achacó a los FS su secretismo, a la vista de la escasa información que publicaban y de su poca transparencia, así como sus objetivos supuestamente inconfesables, consistentes, según los críticos, en la realización de inversiones estratégicas por razones políticas y no financieras o empresariales. Además, algunos economistas pusieron de manifiesto que, al trasladar ahorro de las economías emergentes y en desarrollo a los países desarrollados, podrían estar alimentando los desequilibrios macroeconómicos globales: los altos superávits corrientes en países como Japón, Alemania y China, reflejo del elevado déficit de EEUU, y sus manifestaciones financieras (por ejemplo, la adquisición masiva de letras del Tesoro de EEUU por los países asiáticos). Tales desequilibrios, como es sabido, se han visto acentuados por la ausencia de mecanismos adecuados de coordinación regional y global y han sido una de las causas de la crisis financiera reciente, sin que su lenta reabsorción en curso pueda garantizar que se eviten nuevas perturbaciones.

Cuadro 2
Principales adquisiciones internacionales de los fondos soberanos, 2007-2010

Fondo soberano	Objetivo	Valor (m\$)
GIC (Singapur)	UBS	9.800
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7.600
Mubadala Development Company (EAU)	SCORE (Malasia)	7.000
GIC (Singapur)	Citigroup	6.900
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5.000
Temasek (Singapur)	Merrill Lynch	5.000
Qatar Investment Authority	Barclays	3.500
Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	3.400
Kuwait Investment Authority	Citigroup	3.000

Fuente: Monitor.

La reacción de los FS ante esas críticas consistió, por una parte, en dotarse de un marco de autorregulación: se creó un grupo de trabajo sobre FS en mayo de 2008; se aprobaron, en octubre de ese año, unos principios voluntarios de buenas prácticas;³ y se constituyó un Foro Internacional de FS en abril de 2009.

³ Esos principios, denominados GAPP (Generally Accepted Principles and Practices), se conocen como los "Principios de Santiago", por la localidad chilena en donde se aprobaron. En resumen, abogan por la transparencia, el cumplimiento de las regulaciones de los países en los que se invierte, la realización de adquisiciones por criterios económicos y no políticos y la contribución a la estabilidad financiera global. Un análisis de la creciente adaptación de los FS a los principios figura en E. M. Truman, *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 2010.

Por otra parte, tras las rápidas inversiones en bancos occidentales, algunos FS se replugaron hacia sus economías de origen. Por ejemplo, después de grandes pérdidas, KIA vendió su participación en Citigroup a finales de 2009. Empezaron a contribuir, especialmente en 2009, a la recapitalización de los sistemas financieros locales. Así, las inversiones en el extranjero de los FS, que fueron de 96.000 millones de dólares en 2007 y de 109.000 millones en 2008, se redujeron a 69.000 millones en 2009 y a 52.700 millones en 2010.⁴ Sin embargo, en el transcurso de 2010 las inversiones fueron creciendo, lo que parece indicar que los FS están mostrando ya un interés renovado en las compras transfronterizas.

Recientemente los FS han mostrado interés por sectores muy diversos (energía, metales, agricultura, empresas de alta tecnología, propiedad inmobiliaria, construcción e incluso *hedge funds* y firmas de *private equity*, etc.), lo que indica una importante diversificación de intereses tras la concentración en el sector financiero de los países desarrollados que se produjo hasta 2008.

Que los FS sean hoy inversores de gran importancia a escala internacional responde a una tendencia estructural de la economía global: el desplazamiento del peso económico hacia las economías emergentes

En 2010, las principales inversiones internacionales de los FS fueron de la Mubadala Development Company (Emiratos Árabes Unidos) en el sector del aluminio en Malasia (7.000 millones de dólares) y de Qatar Investment Authority (QIA) en el Agricultural Bank of China (2.800 millones) y en el Banco Santander de Brasil (2.700 millones). Es de destacar igualmente que QIA compró la cadena británica Harrods por 2.200 millones y que Temasek invirtió 1.500 millones en el China Construction Bank.

Esa evolución puede poner de manifiesto un interés creciente de los FS por realizar inversiones en otros países emergentes y en desarrollo, aunque es pronto para saber si tal cosa es producto de las dificultades económicas en los países ricos o si anuncia una tendencia de fondo.

En cualquier caso, el menor interés de los FS por activos de los países desarrollados no ha desactivado las críticas. A las mencionadas anteriormente pueden añadirse otras de carácter más profundo. Algunos economistas liberales y políticos conservadores han mani-

⁴ Véase la evolución, durante los últimos años, de las inversiones en el extranjero de los FS en los informes de la consultora británica Monitor. En particular, V. Barbary y B. Bertolotti (eds.), *Braving the New World. Sovereign Wealth Fund Investment in the Uncertain Times of 2010*, Monitor, Londres, junio de 2011.

festado que la creciente importancia de los FS refleja un creciente peso del Estado en la gestión de la riqueza y del poder económico. Se ha señalado igualmente que los FS pueden desencadenar un proteccionismo financiero, si los países en los que invierten deciden aislar sus sectores estratégicos frente a posibles compras extranjeras. Críticas de más alcance han sido las dos siguientes: por una parte, se ha señalado que los FS provienen, en su mayoría, de países no miembros de la OCDE, que tienen una historia, una cultura y un sistema político muy distintos de los de Occidente y cuyos Gobiernos no siempre están alineados con los intereses económicos y políticos de EEUU, la UE y Japón; por otra parte, se ha achacado a los fondos que, por el tamaño que han alcanzado ya sus activos y sus inversiones internacionales, pueden ser responsables de un aumento de la inestabilidad financiera.

Frente a esas críticas, los defensores de los FS han argumentado que se trata de inversores importantes en momentos de escasa liquidez internacional como los que se han registrado a raíz de la crisis financiera internacional reciente (con sus múltiples reverberaciones); que pueden constituir una fuerza favorable a la estabilidad financiera global, a la vista sobre todo de la gran volatilidad y del fuerte carácter procíclico de los capitales privados;⁵ que se trata de inversores que pueden constituirse en modélicos, al realizar colocaciones a largo plazo y en sectores, como los de infraestructuras y energías renovables, a los que el sector privado no presta suficiente atención, especialmente en los países en desarrollo; y que pueden aumentar las oportunidades de cooperación financiera Sur-Sur.⁶

Las oportunidades

Muchas de las críticas recibidas por los FS carecen, por tanto, de fundamento. En particular, no se ha podido demostrar que sus inversiones hasta la fecha respondan a motivos estratégicos en lugar de financieros o comerciales. Además, han mostrado una creciente transparencia, en ocasiones a la de los fondos de alto riesgo o las firmas de *private equity*. Por añadidura, su comportamiento no parece haberse encaminado a poner en cuestión los intereses económicos y políticos de los países ricos. Tampoco está claro que los FS hayan desencadenado un proteccionismo financiero (más allá del provocado por la propia crisis) ni

⁵ Los flujos brutos de capital extranjero privado hacia las economías desarrolladas han mostrado una gran inestabilidad desde los años noventa del siglo XX, con caídas importantes en 1991, 1994, 1998, 2001, 2002, 2008 y 2009. Los flujos en dirección de las economías emergentes han sido aún más volátiles, con descensos muy pronunciados en esos años (y fueron prácticamente nulos en 1998 y 2008). Véase «International Capital Flows: Reliable or Fickle?», cap. 4 de FMI, *World Economic Outlook. April 2011*, Washington DC, 2011.

⁶ Griffith-Jones y Ocampo, en el trabajo citado previamente, destacan que los FS podrían contribuir al desarrollo de mecanismos regionales de cooperación financiera entre países en desarrollo, como el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) o la Iniciativa de Chiang Mai en Asia oriental (ambos ponen en común, a escala regional, reservas nacionales), lo que haría menos intensa la acumulación de reservas en divisas por parte de los diferentes países, puesto que dispondrían de una alternativa regional.

que hayan agravado la inestabilidad financiera internacional. Antes al contrario, el aumento sostenido de sus activos, en particular en 2008, cuando los mercados globales de capital se contrajeron abruptamente, así como el hecho de que hayan mantenido importantes inversiones internacionales, demuestran más bien que han sido agentes estabilizadores.

En relación a la evolución previsible de los FS tras la crisis financiera, cabe preguntarse si se limitarían a adaptarse al tipo vigente de globalización financiera (realizando sobre todo inversiones en cartera en los mercados occidentales y adoptando formas institucionales propias de los países ricos, esto es, una gestión típica de, por ejemplo, los grandes fondos de inversión colectiva) o si, por el contrario, se convertirán en instituciones distintas, dirigidas principalmente a fomentar la estabilidad, el crecimiento y el desarrollo, especialmente en los países de ingreso bajo y mediano.⁷

La situación de encrucijada en la que se encuentran los FS, así como las incertidumbres que pesan todavía sobre la economía mundial, no permiten aclarar aún cuál puede ser la evolución más probable de esos fondos. Es muy posible que, presionados por los países ricos y temerosos de que estos implanten un proteccionismo financiero contrario a sus intereses, los FS se limiten a invertir, con criterios puramente comerciales, en sectores no estratégicos en los países desarrollados (o, si se trata de sectores estratégicos, con inversiones relativamente pequeñas). Por ejemplo, en 2010 el fondo chino CIC, que en años anteriores había invertido 5.000 millones de dólares en Morgan Stanley, realizó una inversión de 2.300 millones, en EEUU, en la recapitalización de General Growth Properties, esto es, en el sector inmobiliario, y otra en la empresa constructora estadounidense AES, por 1.580 millones de dólares.

No obstante, no es descartable que los FS adopten otro curso. Si, como parece lógico prever, el escenario global poscrisis se desenvuelve en un contexto de mayor regulación financiera y de menor crecimiento económico, en particular en los países desarrollados, las características propias de los FS (aislamiento relativo con respecto a los intereses políticos a corto plazo y alto grado de sofisticación inversora en relación a las actividades habituales de los Gobiernos) les podrían llevar a convertirse en instituciones que fomenten la estabilidad, el crecimiento y el desarrollo. Estos son precisamente, al fin y al cabo, los objetivos a largo plazo de algunas de las economías emergentes que poseen o controlan los FS. En tal caso, los FS se convertirían en vehículos de nuevas vías de inversión de la riqueza soberana. Así, los FS tendrían una evolución propia, distinta, en muchos aspectos, de la de los mercados financieros internacionales.

En ese segundo escenario, los FS podrían llevar a cabo varios tipos de inversiones internacionales. En primer término, en lugar de hacer colocaciones minoritarias en empresas en

⁷ Véase la discusión al respecto en G. L. Clark y A. H. B. Monk, «Sovereign Wealth Funds: Form and Function in the 21st Century», *Initiative for Policy Dialogue*, Columbia University, octubre de 2010.

dificultades (lo que, visto lo ocurrido hasta ahora, les ha ocasionado importantes pérdidas, como en el caso de las compras de parte del capital de instituciones financieras de EEUU), podrían inclinarse por inversiones a largo plazo para controlar empresas (bien por el lado de las acciones o de la deuda) seleccionadas con arreglo a los intereses estratégicos tanto del FS en cuestión como del Estado que lo controle. En segundo lugar, los FS podrían mostrar preferencia por inversiones en las que el sector privado no puede o no quiere invertir en cantidades suficientes, bien porque los rendimientos son a largo plazo y relativamente bajos o bien por la gran cuantía inicial de la inversión. Entre esos sectores de destino se cuentan las infraestructuras (transporte, comunicaciones, producción y transmisión de electricidad, etc.) así como las energías renovables, así como, más en general, las tecnologías sostenibles. Finalmente, los FS, que hasta ahora han otorgado prioridad a las colocaciones en los países ricos, podrían decidir realizar inversiones principalmente en los países en desarrollo.

Aunque los datos hasta ahora no son concluyentes, es de destacar que la mayor inversión internacional realizada en 2010 por un FS fue la de Mubadala Development Company (EAU) en el sector del aluminio del Sarawak Corridor of Renewable Energy (SCORE), de Malasia, por 7.000 millones de dólares. También destacaron en 2010 las inversiones en instituciones financieras, pero no de países ricos, sino de economías emergentes: la de QIA en el Agricultural Bank of China (2.800 millones) y la de Temasek Holdings en el China Construction Bank (1.500 millones).

Además, todo hace pensar que los FS chinos (y en particular CIC) adquirirán una creciente importancia en lo sucesivo. Aunque su capacidad financiera es y será enorme y, por tanto, la diversificación de sus inversiones será notable, es muy posible que, con el paso del tiempo, se afiance su tendencia a invertir en la energía, los minerales y los metales necesarios para el crecimiento económico de China, enormemente devorador de recursos.

En suma, aunque los datos existentes hasta ahora no permiten prever cuál de las dos tendencias (adaptación a la globalización vigente o evolución propia) prevalecerá finalmente, no cabe descartar que los FS se consoliden como instrumentos específicos de inversión de la riqueza soberana, con cada vez mayor importancia de las colocaciones en activos a largo plazo, en sectores poco atractivos para el sector privado, como infraestructuras y energías renovables, y en países principalmente en desarrollo.

Conclusiones

Los FS se han convertido recientemente a inversores de gran importancia a escala internacional, pese a que muchos de ellos existen desde hace bastantes años. Tal cosa está sin duda relacionada con la crisis financiera internacional de 2007-2009 y con la debilidad del

crecimiento económico y de la actividad financiera en los países desarrollados durante 2010 y 2011. Pero responde, sobre todo, a una tendencia estructural en la configuración de la economía global: el desplazamiento del peso económico hacia las economías emergentes y en desarrollo.

Baste señalar que el peso de esas economías en el producto bruto global, medido en paridad de poder adquisitivo, superó el 50% en 2010 (fue exactamente del 51,5%, según las estadísticas del FMI), frente al 27,3% registrado en 1990. Esa tendencia, aunque se ha visto acelerada a raíz de la crisis reciente, no se debe principalmente a ésta sino al fuerte crecimiento de países como China desde 1980 y la India desde 1990, entre otros.

Pese a haber recibido numerosas críticas, los FS presentan algunas ventajas. Por una parte, sus inversiones, a largo plazo, contrastan con la extrema volatilidad de flujos internacionales de capital privado, de manera que contribuyen a la estabilidad financiera internacional. Por otra parte, por su carácter de fondos públicos, pueden interesarse por sectores, como las infraestructuras y las energías renovables, por los que el sector privado muestra un interés limitado, de forma que podrían favorecer un crecimiento global más sólido y sostenible.