

**Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales
(FLACSO/Argentina) - Universidad de San Andrés en
cooperación con la Universidad de Barcelona**

**MAESTRIA EN RELACIONES Y NEGOCIACIONES
INTERNACIONALES**

CICLO 2011/2012

TRABAJO DE INVESTIGACION FINAL

**Título: “Alicientes económicos para la creación
de Fondos Soberanos de Riqueza.”**

Autor: Lic. Florencia Daniela Olszak

Director: Dr. Pablo Diego Kornblum

Buenos Aires, Febrero 2014

INDICE

INDICE	0
INDICE DE GRAFICOS Y TABLAS	2
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I. DILUCIDANDO LOS FSR	7
I.1. EL PROCESO DE ACUMULACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO	7
I.2. PERSPECTIVA DE LA ECONOMÍA DEL DESARROLLO VS. REALISMO ESTRUCTURAL	11
I.3. LA DEBATE SOBRE LA DEFINICIÓN	13
I.3.a. <i>Diferencias con otras Instituciones Financieras</i>	19
I.4. FSR VS. RESERVAS INTERNACIONALES	20
I.4.a. <i>Efectos monetarios: un ejemplo clarificador</i>	23
CAPÍTULO II. MOTIVACIONES DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO PARA LA ACUMULACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS	27
II.1. MOTIVACIONES PARA LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES	27
II.1.a. <i>Motivo mercantilista de acumulación de Reservas Internacionales</i>	27
II.1.b. <i>Motivo precautorio de acumulación de Reservas Internacionales</i>	28
II.1.c. <i>Criterios de adecuación de Reservas Internacionales</i>	32
II.2. MOTIVACIONES TEÓRICAS PARA LA CREACIÓN DE FSR	35
II.2.a. <i>Motivación Institucional</i>	35
II.2.b. <i>La importancia del superávit de Cuenta Corriente</i>	39
II.2.c. <i>La distribución intergeneracional de la riqueza como escenario para la toma de decisiones</i>	41
II.2.d. <i>Motivación macro estructural</i>	43
II.2.e. <i>Motivaciones Contra Cíclicas</i>	44
II.2.f. <i>La necesidad de auto seguro</i>	45
II.3. <i>Las motivaciones como determinantes del tipo de FSR y sus inversiones</i>	46
II.4. <i>El propietario de los fondos</i>	47
II.5. <i>El escenario político</i>	48
CAPÍTULO III. EFECTOS DE LOS FSR SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA	49
III.1. PRINCIPALES CRÍTICAS A LOS FSR.....	49
III.2. LA EVIDENCIA SOBRE LAS INVERSIONES DE LOS FSR	50
III.2.a. <i>FSR en el sector financiero</i>	56
III.3. FSR Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL.....	58
III.4. FSR COMO PRESTAMISTAS DE ÚLTIMA INSTANCIA PARA EL MERCADO DOMESTICO.....	60
III.5. FSR Y LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES	62
III.6. PROTECCIONISMO DEL MUNDO DESARROLLADO	65
III.7. EL PROBLEMA DE LA TRANSPARENCIA.....	68
CAPÍTULO IV. FSR LATINOAMERICANOS	71
IV.1. FSR LATINOAMERICANOS	72
IV.2. EL CASO CHILENO	75
IV.2.a. <i>Los FSR Chilenos</i>	76
IV.2.a.1. <i>El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)</i>	78
IV.2.a.2. <i>El Fondo de Reserva de Pensiones</i>	82

IV.3. EL CASO BRASILEÑO.....	84
IV.3.a. Análisis del Balance de Pagos brasileiro.....	84
IV.3.b. El FSB, un caso paradigmático.....	88
IV.3.b.1. Comprender las Condiciones Económicas para la creación del FSB.....	91
IV.3.b.2. Los descubrimientos de PRE SAL: ¿una bendición?.....	94
IV.3.b.3. El impulso macroeconómico.....	97
CONCLUSIÓN.....	98
BIBLIOGRAFIA.....	102
ANEXOS.....	106
ANEXO I: PRINCIPIOS Y PRÁCTICAS GENERALMENTE ACEPTADOS (PPGA).....	106
ANEXO II: ÍNDICE LINABURG- MUDELL.....	110

INDICE DE GRAFICOS Y TABLAS

Gráfico 1: Reservas Internacionales, Precio del Petróleo y Creación de FSR.....	9
Gráfico 2: FSR – distribución Regional.....	10
Gráfico 3: FSR – distribución por país.....	11
Gráfico 4: Evolución de las Reservas Internacionales por tipo de economía.....	21
Gráfico 5: Balance teórico del Banco Central con esterilización monetaria.....	25
Gráfico 6: Balance teórico del Banco Central con FSR.....	26
Gráfico 7: Evolución de la Acumulación de Reservas Internacionales por principales países.....	31
Gráfico 8: Criterios de Adecuación de Reservas - ratio PBI.....	34
Gráfico 9: Exceso de Reservas Internacionales.....	35
Gráfico 10: Explotación de recursos naturales.....	43
Gráfico 11: Tipo de FSR.....	47
Gráfico 12: Inversiones Directas de los FSR.....	51
Gráfico 13: FSR en relación a otras instituciones privadas.....	52
Gráfico 14: Inversiones de los FSR – País de origen y destino.....	53
Gráfico 15: Inversiones directas de FSR por sector económico.....	54
Gráfico 16: Los FSR como rescatistas de principales bancos del mundo.....	57
Gráfico 17: Los desequilibrios globales en la economía internacional.....	63
Gráfico 18: Indicadores de Transparencia de los FSR.....	69
Gráfico 19: Reservas Internacionales en Latinoamérica.....	72
Gráfico 20: El Balance de Pagos Chileno.....	76
Gráfico 21: Aportes y Retiros del FEES.....	80
Gráfico 22: Cartera del FEES.....	81
Gráfico 23: Ganancias Financieras, valor de mercado y rentabilidad del FEES.....	81
Gráfico 24: Cartera del FRP.....	83
Gráfico 25: Valor y Rentabilidad del FRP.....	83
Gráfico 26: El Balance de Pagos Brasileiro.....	85
Gráfico 27: Balance de Pagos de Brasil por concepto.....	88
Gráfico 28: Cartera del FSB (FFEI).....	90
Gráfico 29: Tasa de rentabilidad sobre el patrimonio del FSB.....	91
Gráfico 30: Adecuación de las Reservas Internacionales de Brasil.....	92
Gráfico 31: Situación Fiscal Brasileira.....	93
Gráfico 32: Reservas de Petróleo y Gas Natural de Brasil.....	95
Gráfico 33: Consumo y Producción petrolera en Brasil.....	96

<i>Tabla 1: Definición de FSR según distintas Fuentes.....</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 2: Diferencia con otras Instituciones Financieras.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabla 3: FSR Latinos</i>	<i>73</i>
<i>Tabla 4: Balance de Pagos de Brasil.....</i>	<i>86</i>



Universidad de
San Andrés

Introducción

Los Fondos Soberanos de Riqueza (de aquí en más FSR) son, a grandes rasgos, fondos de inversión pertenecientes al Estado que se componen por diversos activos financieros. El surgimiento de los mismos se remonta a mediados del Siglo XX, cuando se crea el “*Kuwait Investment Authority*” en el año 1953. No obstante, desde el inicio del Siglo XXI se ha observado una multiplicación acelerada de los mismos: mientras que para el año 2000 existían en el mundo 21 FSR, en la actualidad existen más del triple que a comienzos de este siglo.

La aparición de los SWF en los mercados internacionales no es una tendencia aislada, sino que ha estado relacionado con un período de fuerte acumulación de Reservas Internacionales, fenómeno particularmente observado en las economías en desarrollo y emergentes. De acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional, al 2011 las Reservas Internacionales globales se calculaban en unos 10 billones¹ de dólares, mientras que los activos que manejan los FSR rondaban los 5 billones de dólares.

En este sentido, la acumulación de activos externos por parte de las autoridades monetarias de las economías en desarrollo se ha producido, mayoritariamente, a consecuencia de la absorción de notables superávits de Cuenta Corriente (en gran parte como contrapartida de los considerables déficits acumulados por los Estados Unidos). Sin embargo, también ha sido producto de una política intencional que persiguen muchas economías, principalmente en países donde la acumulación de divisas encuentra sus bases en modelos de crecimiento con foco en las exportaciones, en un escenario de permanentes incrementos de liquidez internacional y crecientes desequilibrios globales.

Bajo este contexto, el crecimiento y la importancia que los SWF han cobrado en la última década en los países en desarrollo, han generado diversas controversias a nivel internacional. En primer lugar, dada la magnitud de los fondos que disponen los FSR, existe un riesgo no menor de provocar grandes variaciones en los precios de los activos financieros en los que se invierte. En segundo lugar, los países desarrollados ven con ojos de preocupación la injerencia de los FSR en sus economías, ya que temen que las inversiones de estos se determinen en torno a objetivos político-estratégicos. Esta zozobra se ha visto también incrementada por la baja transparencia de sus inversiones, lo que a su vez ha

¹ Por billones, se entiende el múltiplo de 1.000.000.000.000 (1¹²).

propiciado una fuente de excusas para implementar medidas proteccionistas. En definitiva, la desconfianza de estos últimos se centrará en dos cuestiones fundamentales: por un lado, la magnitud de los FSR; por el otro, la posesión de recursos en manos de gobiernos extranjeros.

Como contraparte, si bien la mayor parte de la literatura sobre los países en desarrollo se concentra en la creación de los FSR con fines políticos - en función de ocupar posiciones estratégicas en sectores particulares de los países desarrollados -, el presente trabajo se focalizará en los estímulos económicos y financieros que tienen los mismos para crear los FSR. Estas motivaciones pueden ser claves para la determinación de las características particulares del tipo de fondo que constituye cada país, al mismo tiempo que posibilitan la generación de señales en cuanto a los objetivos generales de las estrategias de inversión que persiguen.

En este sentido, se analizarán los superávits de Cuenta Corriente del Balance de Pagos como factor trascendental en la determinación de las motivaciones económico financieras de los países en desarrollo que crean estos fondos. Estas motivaciones, relacionadas con conceptos generales - como por ejemplo las precauciones ante la liberalización de la Cuenta Capital o la diversificación de los activos externos ante los requerimientos de liquidez y seguridad de la administración de las Reservas Internacionales -, también se observarán influidos por escenarios específicos: desde la estructuralidad en términos de superávit de Cuenta Corriente, hasta la cada vez más recurrente volatilidad macroeconómica.

Por otra parte, se torna también importante destacar que no solo se intentará clarificar la trascendencia de los FSR, sino también su rol como factor estabilizador del mercado financiero internacional. En este aspecto, es sumamente ilustrativo el papel que han desempeñado los SWF en los sucesos de la gran crisis financiera global desatada en el año 2008.

Por último, se expondrá la creación de FSR en la región latinoamericana y más específicamente se hará foco sobre los casos más resonantes: los FSR Chilenos y el FSB de Brasil. Con ello se podrá identificar las características y particularidades de los mismos en el contexto propio de los países a los que pertenecen, como así con sus diferencias en relación a la generalidad observada en el conjunto de FSR.

Para desarrollar lo expuesto, el presente trabajo se dividirá en cuatro capítulos. En el primero de ellos se expondrá una definición detallada de lo que significa un FSR, su alcance y el marco teórico a partir del cual se formulará la hipótesis central del trabajo. A continuación, el segundo capítulo profundizará en las cuestiones referentes a las motivaciones que en *teoría* conllevan a los países a la acumulación de activos externos - y particularmente a la creación de FSR -; mientras que, como contraparte, en el tercer capítulo se exhibirá la evidencia empírica general sobre su impacto en la estabilidad financiera internacional. Asimismo, en el cuarto capítulo se presentará el caso de los FSR latinoamericanos, focalizando en los casos más resonantes de Chile y Brasil. Por último se enarbolarán las conclusiones sobre la temática tratada, intentando poner luz sobre un relativamente novedoso actor internacional de creciente importancia, pero que todavía se encuentra rodeado bajo un halo de incertidumbre, tanto para sus auspiciantes y detractores.



Universidad de
San Andrés

Capítulo I. Dilucidando los FSR

1.1. El proceso de acumulación de activos externos en los países en desarrollo

Determinar cuáles son las razones que se esconden detrás del prosperar de los FSR es ciertamente sólo una parte de la explicación fundamental para entender los incentivos que conllevaron a los países en desarrollo a la creación de los mismos.

En este sentido, una de las variables principales que influyeron en la creación de los FSR fueron los cambios que acontecieron en el sistema monetario internacional. En forma posterior a la Segunda Guerra Mundial, prosperaron las reglas establecidas en los Acuerdos de Bretton Woods. Básicamente, mediante estos, se definió que los Estados Unidos debía garantizar el libre cambio del dólar al oro, mientras que los demás Estados tenían un tipo de cambio fijo con paridades ajustables bajo condicionamientos particulares.

El problema con este sistema de reglas fue que planteaba objetivos contradictorios al proveedor de liquidez internacional. Es decir, Estados Unidos debía cumplir objetivos simultáneos de monetizar y conducir una política monetaria interna consistente con las necesidades de su economía. Ello implicaba que, por un lado, se veía forzado a incrementar su déficit de Cuenta Corriente para satisfacer los crecientes requerimientos de liquidez global- como consecuencia del aumento de la demanda producto de la recuperación de posguerra-, pero al mismo tiempo para mantener la paridad fija contra el oro, con lo cual se encontraba con la disyuntiva opuesta de reducir ese déficit generado.

Finalmente, luego de un largo periodo de déficits de Cuenta Corriente con pérdidas de stock de oro, Estados Unidos determinó la imposibilidad de continuar con la paridad dólar- oro, lo cual manifestó el comienzo del colapso del sistema de Bretton Woods. Desde ese momento, se verificaron diversas turbulencias en el sistema financiero internacional, hasta que en el año 1976 los miembros del FMI firmaron el Acuerdo de Jamaica. Mediante el mismo, se les permitió a los países optar por aquella modalidad cambiaria que consideren conveniente (fija o flexible o híbrida) respecto a los distintos países proveedores de moneda de reserva internacional. Es decir, se viró a un sistema donde la misma se convirtió en fiduciaria y por ende dejó de tener respaldo.

La falta de un sistema reglas se reflejó en la volatilidad en los tipos de cambios, y con ello los consecuentes efectos negativos sobre el comercio internacional y en las economías domésticas. En este sentido, los países que no eran proveedores de moneda de reserva internacional se vieron incentivados a incrementar su stock de activos externos, particularmente los países en desarrollo.

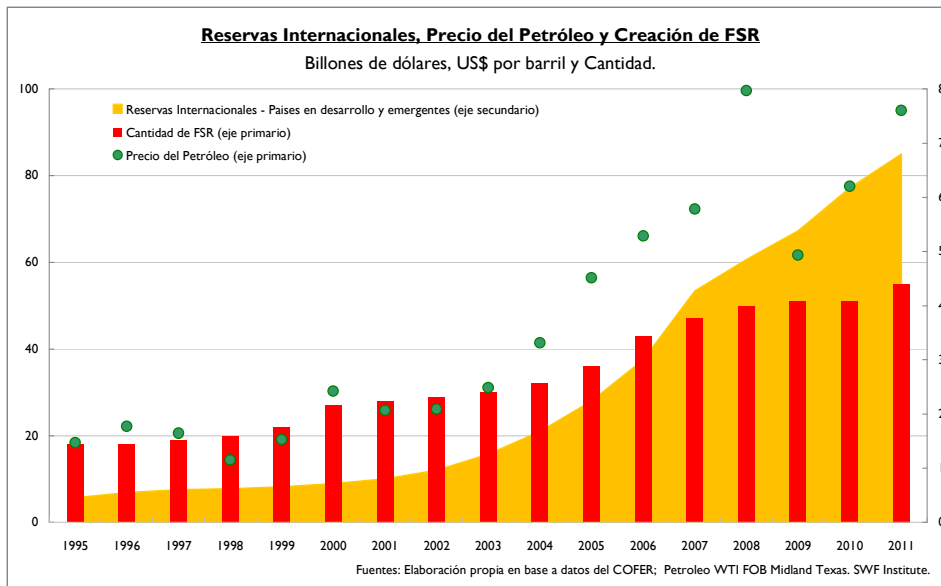
Tres son los fenómenos principales que se esconden detrás del surgimiento de los FSR:

- El incremento exponencial de las Reservas Internacionales de los países en desarrollo. Si se consideran la variación punta a punta -1999 vs. 2011-, en los países en desarrollo y en las economías emergentes, las Reservas Internacionales se incrementaron unas 6 veces, Asimismo, la cantidad de FSR pasó de algo más de 20 en el año 1999, a más de 50 en la actualidad; los cuales a su vez poseen activos por cerca de US\$ 5 billones. Esta cifra resulta significativa considerando que sería equivalente al PBI de Japón o al del conjunto de los países sudamericanos.
- El aumento del precio de los commodities, particularmente petróleo y gas. El precio del petróleo promedio en la década del 1990 rondaba los US\$ 20 el barril mientras que en la década del 2000 el promedio casi se triplicó. De igual manera el precio del gas natural en Rusia pasó a costar US\$ 2,4 por millón de BTU a US\$ 6,3 por millón en la siguiente década. Actualmente, según datos del SWF Institute², el 58% de los FSR se encuentran asociados al petróleo y gas.

En relación a los incrementos de los precios de la energía y el incremento de las Reservas Internacionales, se verifica que existe una correlación positiva entre el precio de la energía, las Reservas Internacionales de los países desarrollados y emergentes y la cantidad de FSR.

² www.swfinstitute.com

Gráfico 1: Reservas Internacionales, Precio del Petróleo y Creación de FSR



- Por último, el crecimiento de los FSR se da un contexto de globalización financiera. La integración de los mercados habilita a los mismos a asignar sus recursos en distintas partes del mundo. Con la apertura económica de los países, se han removido barreras para la inversión extranjera, favoreciendo no sólo la ampliación del abanico geográfico de los distintos capitales, sino también el arbitraje internacional.

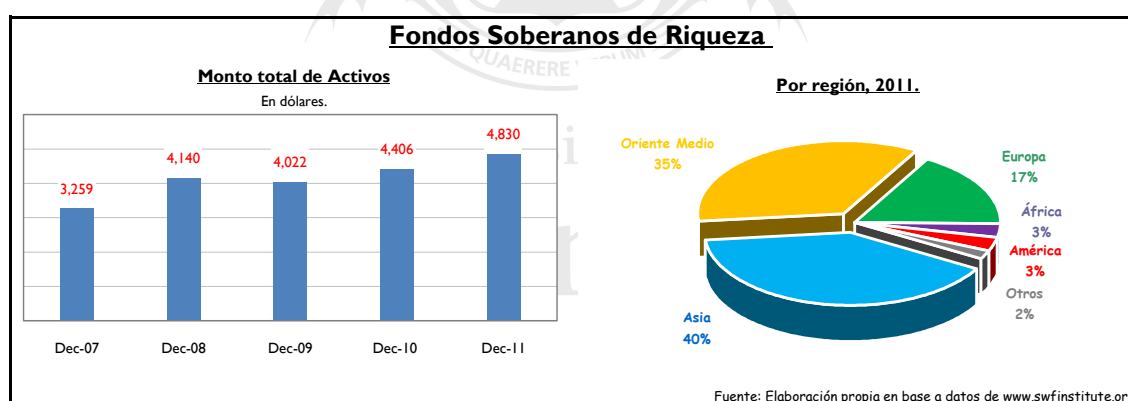
Al mismo tiempo se evidenciaron mayores oportunidades de inversión como consecuencia del incremento de instrumentos financieros. De manera tal que los bonos del tesoro americano dejaron de ser la única opción viable de inversión para los países que acumulan activos externos. Estas nuevas oportunidades de inversión incrementaron la posibilidad de obtener mayor rentabilidad y diversificar riesgos por parte de los soberanos.

Asimismo, se destaca el fundamental desarrollo tecnológico de los mercados financieros, factor central en el fenómeno de los intercambios globales. El uso masivo de la tecnología en la industria financiera, redujo los tiempos y las distancias de las transacciones y por ende también sus costos. Al mismo tiempo, la innovación tecnológica posibilitó la aparición y concreción de nuevos instrumentos financieros, tales como los swaps o los derivados financieros. Como indica Ping y Chao, *“la formación del mercado global alumbró el camino para que los FSR pudieran asignar sus recursos en forma global”*. (Ping, Chao 2008)

Este proceso desarrollado a partir de la posguerra, ha desembocado en una opción racional y atractiva para una serie de Estados que surgieron con fuerza en los albores del siglo XXI. En este sentido, alrededor de 2/3 de los FSR que existen la actualidad, se crearon a partir del año 2000, lo que refleja *lo contemporáneo del fenómeno*. Siendo que los mismos administran activos que se estimaban³ en aproximadamente US\$ 5 billones a fines de 2011 - monto implica aproximadamente el 50% de las Reservas Internacionales acumuladas a nivel global-, evidencia *la trascendencia del nuevo actor*.

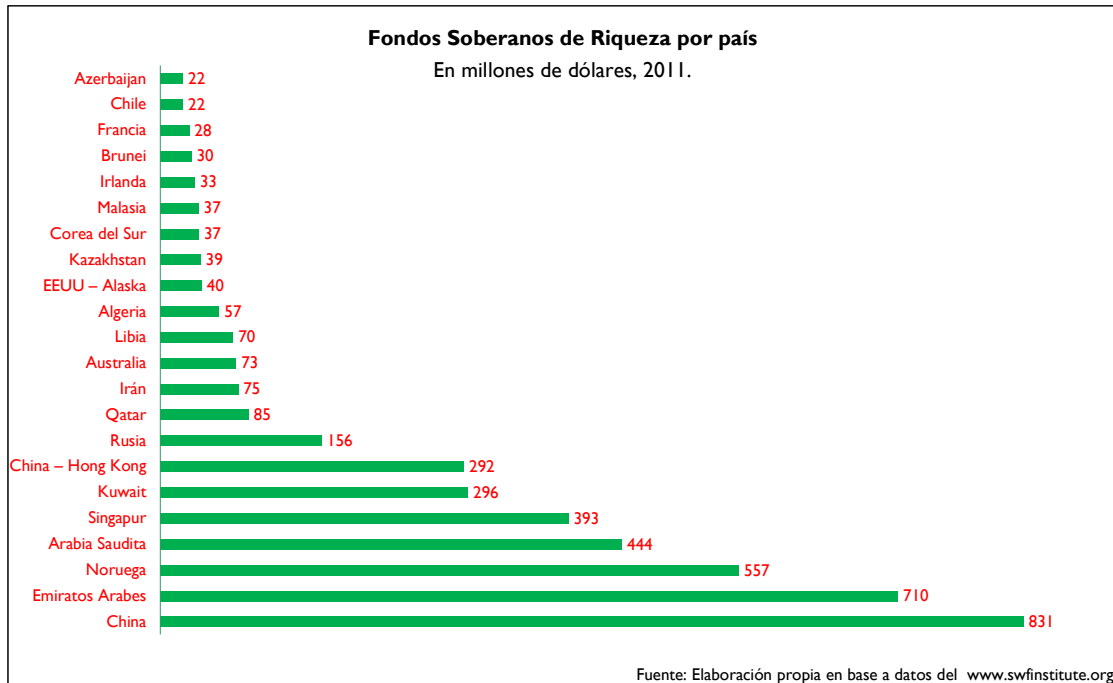
Cabe destacarse que la mayoría de los FSR se encuentran concentrados fundamentalmente en los países en desarrollo. En cuanto a su distribución geográfica, Asia y Oriente medio concentran el 75% del total de activos de los FSR. Finalmente, entre los FSR de mayor significancia en cuanto a los activos que poseen, se destacan China, Emiratos Árabes, Noruega, Arabia Saudita y Singapur. Estos 5 países concentran más de la mitad de los recursos que administran la totalidad de los FSR a nivel global.

Gráfico 2: FSR – distribución Regional



³ Cifra estimada por el SWF Institute www.swfinstitute.org

Gráfico 3: FSR – distribución por país



1.2. Perspectiva de la economía del desarrollo vs. Realismo Estructural

¿Cuál es la motivación de los Estados a través de los FSR a adquirir activos externos? En este aspecto, el hecho que los mismos administren cuantiosos recursos de los Estados plantea un interrogante para los países receptores respecto de los objetivos finales de sus inversiones; es decir, si los mismos están motivados por incentivos estrictamente económicos, o si en realidad lo están por consideraciones asociadas con los esquemas relacionados con la política internacional.

Dos son los enfoques que se expondrán para responder el interrogante planteado: la perspectiva de las economías en desarrollo y, dentro del marco de las relaciones internacionales, el Realismo Estructural.

Una de las principales contribuciones de Kenneth Waltz ha sido sus aportes sobre lo que él denominó el Realismo Estructural. Mediante esta teoría, enmarcada dentro del campo de las Relaciones Internacionales, el autor sostiene que, a pesar de los cambios que surgen a partir de la Globalización, los Estados continúan siendo los principales actores en el sistema internacional. Por lo tanto, es debido a la existencia de la anarquía en el ámbito internacional

que los Estados deben asegurar su propia supervivencia y seguridad; lo que implica que el sistema internacional carece del orden que caracteriza a cada Estado internamente.

Este contexto, se debe a que no hay una autoridad central internacional que fuerce a cumplir determinadas normas, como si lo hay dentro de cada Estado individualmente. En este sentido, se podría hacer una analogía comparando el Estado dentro del sistema internacional con el rol corporativo en las economías domésticas; ya que los Estados no pueden valerse de otros Estados, sino que deben perseguir su principal interés que es buscar su propia supervivencia. La anarquía es entonces una característica fundamental de las relaciones internacionales entre los Estados.

El escenario descrito implica que todos los Estados tienen la misma necesidad de auto preservación, pero no todos ellos cuentan con las mismas capacidades para hacerlo. Por ello, de acuerdo a las habilidades que cada Estado posea, se configura una distribución internacional de capacidades; lo que limita la cooperación entre los Estados, debido a que un Estado puede actuar por miedo a que el otro Estado obtenga una ganancia relativa mayor, lo que conllevaría a incrementar su dependencia. Por lo tanto, cada uno de los Estados buscará maximizar su poder relativo frente a otros; es decir, cada uno velará por su posición relativa en la distribución de poder.

Dado que un Estado se sentiría inseguro si otro Estado aumentase su poder económico en forma relativa a sí mismo, posiblemente intentaría balancear ese incremento de poder. Existen dos formas de balancear el poder: el balanceo interno o el externo. El balanceo externo ocurre cuando un Estado conforma alianzas con otro Estado, para contrapesar el de un tercer Estado o alianza más poderosa. El balanceo interno ocurre cuando un Estado incrementa sus capacidades a partir del crecimiento económico, el incremento en el gasto militar y/o el desarrollo de estrategias ingeniosas.

Según Lenihan, **desde la perspectiva del realismo estructural los FSR son intentos de rebalanceo interno** (Lenihan 2012); ya que los mismos no son más que vehículos financieros pertenecientes a los Estados soberanos, y como tales intentan maximizar o proteger el poder económico de los mismos. En este sentido, se pueden esgrimir distintos argumentos en los que se refleja el uso de los FSR como instrumento de rebalanceo interno:

- Los FSR se implementan para incrementar la riqueza del Estado.

- Los FSR pueden ser creados para diversificar los activos y la economía, protegiéndola de shocks exógenos y reduciendo su vulnerabilidad para lograr un desarrollo económico sostenido.
- Los FSR pueden ser creados para impulsar un mayor desarrollo de empresas estatales o empresas de capitales nacionales.
- Los FSR pueden ser creados para proteger la provisión de recursos estratégicos para las futuras generaciones.

Por otra parte, **la perspectiva del desarrollo económico** plantea que **los países crean FSR en respuesta a incentivos económicos**, los que básicamente se asocian a:

- La *diversificación financiera respecto de las Reservas Internacionales*. Cuando existe un exceso de acumulación de Reservas Internacionales, las autoridades monetarias deben lidiar con dificultades en el control de los agregados monetarios que repercuten en apreciaciones cambiarias.
- La *diversificación económica*, particularmente en países que cuentan con abundancia de recursos naturales que los vuelve muy dependientes y vulnerables.
- La *eficiencia económica*, a partir de la inversión en activos internos estratégicos para el desarrollo económico (ej. obras de infraestructura claves).
- La *distribución intergeneracional de la riqueza*, especialmente en el caso de países que cuentan con abundancia de recursos naturales.

1.3. La debate sobre la definición

¿Qué es exactamente un Fondo Soberano de Riqueza? Su definición resulta de vital importancia, dado que las diferentes consideraciones sobre los activos que incluye (y los que no) repercute directa e indirectamente en la elaboración de estimaciones divergentes.

El término Fondo Soberano de Riqueza fue empleado por primera vez en el año 2005 por Andrew Rosanov (Rosanov 2005), a pesar de que anteriormente podía verificarse su existencia. Sin embargo, en la literatura internacional existen numerosas definiciones y no se ha logrado todavía un consenso sobre el mismo.

Sin embargo, al analizar un FSR se suele tener en cuenta tres elementos claves para la determinación del mismo: 1) La propiedad del Estado; de lo contrario no sería un fondo *Soberano*; 2) El fondeo; en general la fuente de fondos de un FSR proviene de aportes del Gobierno, de las Reservas Internacionales o de las exportaciones; 3) El objetivo y sus estrategias de inversión; se considera que la creación de un FSR se asocia a la aspiración de mayor rentabilidad.

Asimismo, estos fondos se caracterizan por ser invertidos profesionalmente y con objetivos de mercado. En este sentido, se consideran maximizadores de beneficios en el marco de un determinado rango apropiado de tolerancia al riesgo.

A continuación, se expondrán distintas definiciones de FSR que varían en su rango desde una perspectiva más amplia hacia una más estrecha, siguiendo el siguiente orden: 1) Edwin Truman; 2) Christopher Balding; 3) Ashley Lenihan; 4) FMI; 5) Sovereign Wealth Fund Institute; 6) Monitor Group y Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM); 7) Morgan Stanley.

La primera definición en sentido amplio que se considera es la que aporta E. Truman, quien identifica a los FSR como *un set de activos propiedad del Gobierno o controlados por el mismo*. Esta definición resulta problemática debido a su excesiva extensión; lo que no permite diferenciar un FSR de cualquier otro activo en manos del Estado, como por ejemplo lo son las Empresas Estatales.

En segundo lugar, para Christopher Balding (Balding 2008) un FSR representa *un pool de capital que está controlado por un gobierno o por una entidad perteneciente a un gobierno - similar a un Banco Central -*. Estos fondos se caracterizan por *buscar retornos por encima de la tasa libre de riesgo*.

De acuerdo a lo sostenido por Ashley Lenihan, una mejor definición de FSR sería *“Fondos de inversión propiedad o controlados por el gobierno que buscan un portafolio de activos diversificado en el territorio o en el exterior, y que tienen el potencial de una perspectiva de inversión de largo plazo.”* (Lenihan 2012, 6).

Otra definición amplia es la que aporta el FMI, en la cual los FSR *“son fondos de inversión propiedad del Estado, creados para cumplir con una variedad de objetivos macroeconómicos”*. (FMI 2008, 4).

El organismo agrega en su definición de FSR una taxonomía basada en diversos objetivos de política: a) *Fondos de Estabilización*; b) *Fondos de Ahorro*; c) *Corporaciones de Inversión de Reservas*; d) *Fondos de Desarrollo*; e) *Fondos de Pensión de Contingencia*.

En base a esto último, el Fondo de Estabilización tiene como objetivo aislar el presupuesto y la economía de las volatilidades del precio de los commodities. En cambio, el Fondo de Ahorro representa el interés del Estado en preservar para las futuras generaciones el rédito de los recursos no renovables y la mitigación de la “Enfermedad Holandesa”⁴.

El caso de las Corporaciones de Inversión de Reservas es un híbrido entre Reservas Internacionales y FSR, ya que son fondos que cuentan con recursos que, siendo aún registrados como Activos de Reserva, buscan inversiones más rentables. Los *Fondos de Desarrollo*, por su parte, son fondos cuyo objetivo es el fondeo de proyectos socio-económicos o de promoción industrial que favorezcan el crecimiento económico. Por último, los *Fondos de Pensión de Contingencia*⁵ son fondos cuyos recursos son provistos por otras fuentes distintas a los aportes y las contribuciones de la seguridad social. Son creados como contingencia frente a escenarios de descalces temporales que afectan el resultado fiscal del Gobierno Central.

Por su parte, el Sovereign Wealth Fund Institute⁶ sostiene que, “*un FSR es un fondo de inversión o entidad propiedad del gobierno que es comúnmente establecida a partir del superávit de Balanza de Pagos, operaciones oficiales de moneda extranjera, privatizaciones, transferencias gubernamentales, superávit fiscal y/o ingresos resultantes de las exportaciones. Se excluye, entre otras, las Reservas Internacionales, empresas públicas, fondos de pensión públicos (fondeados con recursos del empleado o empleador), o activos administrados para el beneficio de individuos.*”

En la misma línea reduccionista, una definición todavía más estrecha aportada por el Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM) en 2009, sostiene que los FSR son fondos de inversión que deben cumplir cinco requisitos: 1) *Ser propiedad directa de un Gobierno soberano*; 2) *Ser manejado en forma independiente de otras instituciones financieras del*

⁴ La Enfermedad Holandesa es un concepto desarrollado por W.Corden y P. Neary, en un estudio realizado en 1982 sobre las consecuencias paradójicamente adversas del aumento extraordinario de riqueza de un país. Este punto será ampliado en el Capítulo II.

⁵ OECD los denomina “Sovereign Reserve Pension Fund”

⁶ <http://www.swfinstitute.org>

Estado; 3)No tener predominantemente obligaciones relacionadas con las jubilaciones y pensiones; 4)Invertir en diferentes clases de activos financieros en pos de un retorno comercial; 5)Contar con una proporción significativa de sus inversiones en la arena internacional.

Cabe destacarse que lo expuesto resulta tan específico que podría excluir a aquellos fondos de inversión del Estado que comúnmente se consideran FSR en la comunidad internacional. En este sentido, considerando el primer requisito, se excluiría aquellos fondos soberanos cuya propiedad se encuentre en manos de gobiernos sub-nacionales, como en el caso de un emirato parte de los Emiratos Árabes Unidos. En este sentido, resulta aún más controversial asumir como un FSR a los fondos de los Emiratos Árabes Unidos, y por otra parte excluir a ciertos fondos de inversión de los Estado Unidos, como por ejemplo el Alaska Permanent Fund o el Permanent Wyoming Mineral Fund, siendo que éstos también son administrados a nivel subnacional.

En forma similar, la definición provista por el Morgan Stanley (Ping y Chao 2008) sostiene que un FSR debería presentar 5 características: 1) *Ser Soberano, con un control total del Estado;* 2) *Poseer una gran exposición en moneda extranjera;* 3) *No tener compromisos explícitos (característica común de los fondos de pensión);* 4) *Alta tolerancia al riesgo, capaz de soportar fluctuaciones significativas en el corto plazo;* 5) *Largo horizonte de inversión, en general mayor a cinco años.* En este caso, cabe remarcar la similitud con el FEEM, respecto al requerimiento del control total del Estado.

Todas estas definiciones resultan útiles para conformar una idea general de cuáles son las características típicas que se pueden esperar al observar un determinado FSR. No obstante, las mismas resultan trascendentes para reflejar las diferentes consideraciones que pueden hacerse sobre si determinados fondos son o no FSR. En consecuencia, si se quiere entender y analizar a los FSR como un fenómeno agregado, **se debe tener en cuenta que no existe un consenso internacional sobre su definición**, lo que se traduce en las estimaciones divergentes por parte de distintos autores respecto de las magnitudes de fondos que administran los mismos.

Para demostrar este punto y entender mejor lo expuesto anteriormente, se analizarán ejemplos a partir del siguiente cuadro:

Tabla 1: Definición de FSR según distintas Fuentes

Nombre del Fondo	Es FSR según						
	Truman	Balding	Lenihan	FMI	SWF Institute	FEEM	Morgan Stanley
National Pensions Reserve Fund	Si	Si	Si	Si, Fondo de Pension de Contingencia	Si	Si	Si
CALPERS	Si	Si	No	No	No	No	No
Singapur Airlines (Temasek Holdings)	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Gazprom	Si	No	No	No	No	No	No
Saudi Arabia Foreign Holdings	Si	Si	Si	Si	Si	No	No
Fondo de Estabilizacion Ruso	Si	Si	No	Si, fondo de estabilizacion	Si	No	No

- El “*National Pensions Reserve Fund*” es un fondo de pensión público de la República de Irlanda, que se estableció en el año 2001 con el fin de prepararse para lidiar con el costo de las futuras jubilaciones y pensiones - que de acuerdo a las proyecciones que se realizaron en dicho país, será dramáticamente significativo a partir del año 2025 en adelante debido al envejecimiento de la población -. Por otro lado, su fondeo proviene de depósitos anuales que realiza el Gobierno de Irlanda, equivalentes al 1% del Producto Bruto Nacional, invertidos en bonos y acciones. En consecuencia, este fondo representa un claro ejemplo de un Fondo de Pensión de Contingencia según el FMI, y encaja dentro de todas las definiciones de FSR aportadas.
- En cambio, el *Californian Public Employees Retirement System (CALPERS)*, no sería un FSR según el FMI, dado que el fondeo no proviene únicamente de los aportes que efectúa el Gobierno de dicho Estado, sino también por aportes de los trabajadores de

empresas públicas que son miembros de CALPERS⁷. Asimismo, no es una empresa directamente controlada o propiedad misma del Estado, con lo cual tampoco representaría un FSR para Lenihan, SWF Institute, FEEM y Morgan Stanley. No obstante, para las definiciones más amplias – como las de Truman y Balding - CALPERS sí sería un FSR.

- Por otra parte, “*Singapore Airlines*” es una empresa pública formada en 1967, controlada por un FSR que se denomina Temasek Holdings. El único accionista del Holding es el Ministerio de Finanzas de Singapur. Por lo tanto, esta empresa representa un activo de un FSR y encaja con todas las definiciones aportadas.
- En cambio, “*Gazprom*” sería un ejemplo de una empresa perteneciente a la Federación Rusa que comercia gas natural que, a pesar de ser una compañía pública con grandes inversiones en activos externos, solo constituye un FSR de acuerdo a la definición más amplia de Truman.
- La Agencia Monetaria de Arabia Saudita opera diferentes fondos dentro del “*Saudi Arabia Foreign Holdings*”, teniendo un capital que se estima en aproximadamente US\$ 450 mil millones. Es considerado un FSR tanto por Truman, Lenihan, el FMI y el SWF Institute. Sin embargo, no se incluye en el marco de la definición del FEEM, debido a que no se maneja en forma independiente de otras instituciones financieras. Tampoco cuadraría con la definición de Morgan Stanley; sencillamente por su baja tolerancia al riesgo.
- Por su parte, el *Fondo de Estabilización de Rusia*⁸, creado en el año 2004, fue establecido por una ley que determinó que solo podía invertir en activos soberanos, activos calificados como AAA, o en monedas de alta liquidez – lo que implica que únicamente pueden dirigirse hacia activos de bajo riesgo -. En consecuencia, por un lado difícilmente sería aceptado para las definiciones de Lenihan o del FEEM, ya que no constituye un portafolio diversificado; pero además, y dado su bajo apetito por el riesgo, tampoco se consideraría un FSR de acuerdo a Morgan Stanley.

⁷ Para mayor detalle, se puede consultar en:

<http://www.publicpensionsonline.com/public/images/CalPERS%20Sovereignty.pdf>

⁸ Actualmente este fondo pertenece al “Fondo Nacional de Riqueza”.

I.3.a. Diferencias con otras Instituciones Financieras

Para profundizar y clarificar el análisis, a continuación se observa un cuadro que marca las diferencias con otras instituciones características de tinte financiero:

Tabla 2: Diferencia con otras Instituciones Financieras

Concepto	Instituciones Financieras			
	FSR	Fondo de Pensión	Autoridad Monetaria	Empresa Pública
Propietario	<i>Gobierno Nacional</i>	<i>Miembros del esquema de jubilaciones y pensiones</i>	<i>Gobierno Nacional</i>	<i>Gobierno Nacional o subnacional</i>
Fondeo	<i>Reservas Internacionales, Exportaciones, Aportes gubernamentales, retornos de las inversiones</i>	<i>Contribuciones de los miembros de la seguridad social</i>	<i>Reservas Internacionales</i>	<i>Aportes gubernamentales, retornos corporativos</i>
Objetivo principal de Inversión	<i>Rentabilidad y objetivos estratégicos</i>	<i>Aliviar las presiones futuras sobre el fondeo</i>	<i>Estabilización y preservación del valor de la moneda</i>	<i>Rentabilidad y objetivos estratégicos</i>
Portafolio de inversión	<i>Variado</i>	<i>Variado</i>	<i>Monotono</i>	<i>Orientado al Sector industrial</i>
Horizonte de Inversión	<i>Largo</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Largo</i>
Participación del Gobierno	<i>Total</i>	<i>Diversa</i>	<i>Total</i>	<i>Significativa</i>
Publicación de Información	<i>Poco Transparente usualmente</i>	<i>Muy Transparente</i>	<i>No Transparente</i>	<i>Transparencia variada</i>
Ejemplo	<i>Temasek Holdings</i>	<i>CALPERS</i>	<i>Banco Central de la República Argentina</i>	<i>Gazprom</i>

Fuente: Elaboración propia en base a lo descrito por Ping, Chao (2008)

Un FSR se fondea con el exceso de Reservas Internacionales u otros aportes que realicen los gobiernos y también del retorno de las inversiones. Estas se realizan usualmente con un horizonte temporal largo y en una variedad de activos con mayor retorno y riesgo, lo que implica una diferencia fundamental respecto de la administración de Reservas

Internacionales. Las distintas estrategias de inversión están determinadas por los objetivos que contempla cada una de las instituciones; mientras el Banco Central debe responder inmediatamente ante cualquier requerimiento de liquidez doméstico de moneda extranjera para preservar el valor de la moneda, para los FSR ese requerimiento suele ser esporádico o circunstancial, (como por ejemplo los fondos de estabilización) y se focaliza en la máxima rentabilidad que pueda obtener a partir de la riqueza ya generada.

En el caso de los Fondos de Pensión, si bien las estrategias de inversión pueden ser similares a las de los FSR, su objetivo principal tiene la particularidad que su objetivo es el de abastecerse de recursos para enfrentar un problema fiscal futuro relacionado con el envejecimiento de la población y la consecuente imposibilidad de cumplir con los compromisos de pagos de jubilaciones y pensiones. Tanto el propietario como el destinatario de estos fondos son los mismos contribuyentes.

Tanto los FSR como los Bancos Centrales son muy reticentes a la publicación de información que puede resultar sensible. Los Bancos Centrales raramente publican en qué monedas internacionales o activos financieros particulares están invertidas sus reservas. Ello podría explicarse aduciendo que muchos Bancos Centrales quieren evitar ataques especulativos y de esa forma cuidar el valor de sus inversiones. Esta clase de instituciones tienen cierto grado de independencia - muchas veces previsto constitutivamente- y ello es parte de lo que se considera una buena práctica internacional. En cambio, un Fondo de Pensión o una empresa pública particular cuentan con un margen de acción más acotado y en consecuencia deben responder a su público mediante la provisión de información relacionada con el manejo de fondos. Además en el caso de los Fondos de Pensión el “público” es un sector de la población más acotado, es decir contribuyentes de determinadas empresas, lo cual implica un menor grado de alcance del problema del free- rider, en cuanto al interés por controlar el uso de los fondos que les corresponden.

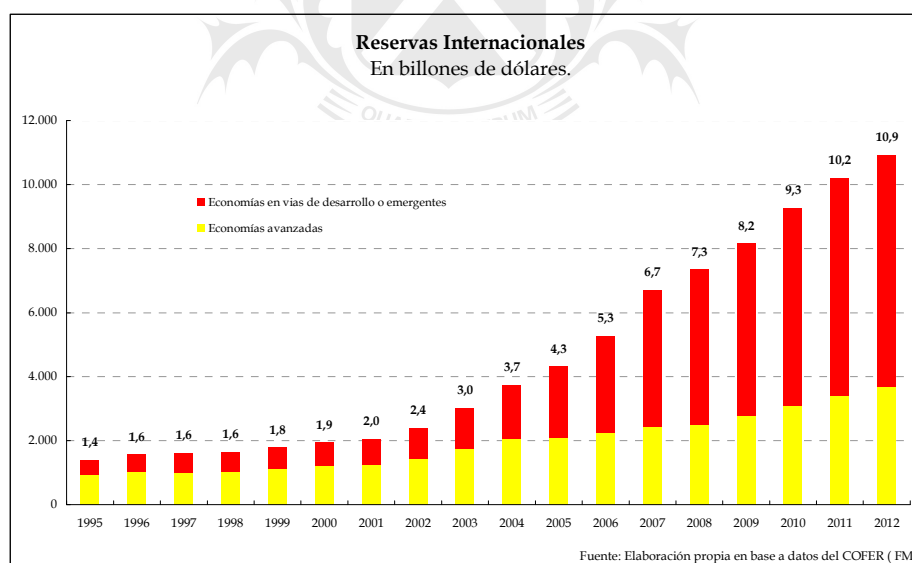
1.4. FSR vs. Reservas Internacionales

Los activos externos soberanos se conforman tanto por los activos externos que poseen los fondos soberanos, como por los activos de las Reservas Internacionales. Precisamente, se denominan “Reservas Internacionales” a los activos brutos de reserva, que de acuerdo al 6to Manual de Balance de Pagos, son definidos como “*activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la Balanza de Pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de*

influir sobre el tipo de cambio y para otros fines conexos (como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo). Los activos de reserva deben ser activos en moneda extranjera y estar realmente constituidos. Se excluyen los activos potenciales.”⁹

Al igual que en el caso de los FSR, las Reservas Internacionales han crecido exponencialmente en últimos años. Desde 1995 al 2012 los activos de reserva del mundo se multiplicaron en torno a las 8 veces. Sin embargo, lo que resulta más llamativo es que, mientras en los países avanzados estas se multiplicaron por 4, en los países emergentes y en las economías en desarrollo las reservas crecieron casi 16 veces. En consecuencia, mientras que al inicio del periodo las economías avanzadas contaban con el 67% del total de Reservas Internacionales, actualmente un porcentaje similar (66%) se encuentra en poder de las economías emergentes y en desarrollo¹⁰.

Gráfico 4: Evolución de las Reservas Internacionales por tipo de economía



En su definición, el FMI incluye dos condiciones que deben cumplir los activos de reserva: control efectivo y disponibilidad de los activos por parte de las autoridades monetarias. Por lo tanto, la administración de las reservas no puede tener la misma naturaleza que la gestión

⁹ Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, 6ta Edición.

¹⁰ Por “Países en vía de desarrollo” se entiende que son países que no han alcanzado aún el desarrollo pero se encuentra por encima del subdesarrollo. Este concepto se utiliza en forma más abarcativa que el de países emergentes por el cual se entiende que incluye a aquellos países de reciente industrialización que se caracterizan por su dinamismo económico.

del portafolio sector privado, debido a que el objetivo explícito de las mismas es que se deben encontrar disponibles para que la autoridad monetaria pueda afrontar las necesidades de inyección de liquidez de moneda extranjera en cualquier momento que considere apropiado.

En consecuencia, la gestión de las Reservas Internacionales se caracteriza por su tendencia a ser conservadora. De allí que las autoridades monetarias tenderán a reflejar un ordenamiento de sus preferencias de cartera que seguirá el siguiente orden:

1. **Seguridad.** Las autoridades monetarias serán más adversas al riesgo que un inversor promedio.
2. **Liquidez.** Las autoridades monetarias deberán disponer de sus reservas en forma rápida y contar con la cualidad de ser fácilmente intercambiables, con mínimos costos de transacción.
3. **Rentabilidad.** Las autoridades monetarias deberán compensar los costos de la esterilización invirtiendo sus reservas (este punto se desarrolla más adelante).

Este orden en las preferencias de inversión de los activos de reserva marca una diferencia fundamental entre éstos y los activos que manejan los FSR. En el caso de estos últimos, el orden estaría precedido por la rentabilidad. Como consecuencia, ambas clases de activos soberanos siguen distintas estrategias de inversión. Mientras que las Reservas Internacionales se vuelcan hacia instrumentos de renta fija que tienen alta liquidez de corto plazo - por ende con bajos retornos -, los FSR tienden a mantener un portafolio menos conservador, priorizado rentabilidad y con un horizonte temporal más largo.

Al igual que en el caso de los FSR, existen controversias en torno a la conducta de las autoridades monetarias respecto de la acumulación de las Reservas Internacionales. En este sentido, al concentrarse en activos de bajo riesgo, pueden desencadenar desequilibrios en los precios de los activos a partir de la emisión de señales distorsivas al resto de los participantes del mercado.

La tasa de interés de Estados Unidos representa un claro ejemplo de ello, dado que éstas han permanecido en niveles bajos en los años previos a la crisis sub prime. No obstante, no se puede atribuir causalidad de las bajas tasa de interés de largo plazo únicamente al hecho

de que las autoridades monetarias inviertan sus reservas en títulos Norteamericanos, dado que otros factores y agentes han contribuido a demandar éstos activos, como han sido los fondos de jubilación o compañías de seguros, etc.

Por otro lado, también se sostiene que el impedir el ajuste de la economía norteamericana, también genera perturbaciones internacionales. A través de la provisión de financiamiento de aquellos países que acumulan reservas, las distorsiones se estarían retroalimentando en base a un escenario de no reconocimiento cíclico. Resulta paradójico que, ante lo que debería ser una administración conservadora y prudente de las Reservas Internacionales por parte de las autoridades monetarias, se hayan prolongado o proliferado mayores desequilibrios financieros internacionales.

Lo cierto es que la acumulación de Reservas Internacionales viene a reemplazar la casi inexistencia a nivel global de un prestamista de última instancia. Si bien existen organismos internacionales que deberían poder cumplir con dicha función, en la práctica se ha demostrado que sus métodos de rescate resultaron ineficaces a los fines de sortear las distintas crisis que se suscitaron durante el Siglo XX, que concluyeron con fugas masivas de capitales en distintas partes del mundo (como fueron la crisis en México en el año 1995, en el Sudeste Asiático en el año 1997, o en Argentina y Turquía en el 2001).

I.4.a. Efectos monetarios: un ejemplo clarificador

Más allá de las divergencias expuestas entre las Reservas Internacionales y los activos que manejan los FSR, la principal diferencia entre ambas clases de activos se encuentra en el efecto monetario sobre la economía doméstica que implica su acumulación. Un ejemplo simplificará la explicación del caso:

Supongamos que el País X acumula superávits en su Cuenta Corriente del Balance de Pagos producto de sus exportaciones de commodities. Las autoridades monetarias deciden que resulta conveniente llevar a cabo un modelo económico en el que se prioriza mantener un tipo de cambio competitivo y estable. Por lo tanto, para evitar la apreciación de la moneda, la misma efectúa compras en el mercado local de cambios de las divisas que los exportadores ingresan como consecuencia de las ventas de sus productos al exterior. Si la

autoridad monetaria es el Banco Central, la compra de divisas la realiza contra la emisión de moneda doméstica. De esta forma, aumenta las Reservas Internacionales y simultáneamente incrementa la base monetaria (billetes y monedas en manos del público + encajes bancarios).

Si la operación descrita se repitiese sucesivamente, la economía doméstica enfrentaría un aumento de la cantidad de dinero; la cual bien podría bien trasladarse a los precios. En este sentido, si se produjesen incrementos de manera generalizada, la economía doméstica se enfrentaría con distorsiones que terminarían afectando la competitividad de los productos que se exportan.

No obstante, los países que han optado por el manejo de la política cambiaria, suelen utilizar la 'esterilización' como herramienta para evitar un proceso inflacionario. En este aspecto, existen distintos mecanismos de absorción del excedente monetario tales como el otorgamiento de redescuentos por parte del Banco Central, las compras de moneda doméstica efectuadas por otros organismos públicos con moneda extranjera, o las operaciones de mercado abierto y los encajes bancarios. Estas últimas dos son las formas más comunes.

En lo que respecta las operaciones de mercado abierto, estas permiten cambiar un pasivo monetario que no paga interés - como lo es la base monetaria -, por un pasivo no monetario que tiene un rendimiento - llámese letra -, pero con menor liquidez que el primero. Por otro lado, el encaje o reserva legal tiene el objetivo de asegurar liquidez mediante la inmovilización de un porcentaje fijo de los depósitos; en este sentido, su exigencia va variando de acuerdo a las necesidades de liquidez de la economía.

De esta forma, el aumento de la base monetaria que se genera con el aumento de las Reservas Internacionales, desaparece con la emisión de letras del Banco Central. En el balance descrito, el Banco Central mostraría lo siguiente:

Gráfico 5: Balance teórico del Banco Central con esterilización monetaria

Balance del Banco Central	
ACTIVO	PASIVO
<i>Reservas Internacionales</i>	<i>Letras del Banco Central</i>
+	+
	PATRIMONIO NETO
	0

Sin embargo, cuando se sigue una política de acumulación de Reservas Internacionales, por más que se esterilicen los efectos monetarios del aumento de las mismas, en el mediano/largo plazo la absorción de los excesos de dinero conllevan un límite de efectividad y estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, si el gobierno decide esterilizar permanentemente durante largos periodos de tiempo mediante operaciones de mercado abierto, se corre el riesgo de afectar la tasa de interés doméstica. Por lo tanto, la tasa de interés que se debería ofrecer a los inversores que compren las letras, debería ser cada vez más alta, con el consecuente riesgo de déficit cuasi fiscal y de distorsiones sobre la economía real.

Por otro lado, también se encontrarían ineficiencias futuras si se decidiera esterilizar mediante la suba de los encajes bancarios. A diferencia de otros mecanismos de regulación de liquidez, este instrumento afecta al conjunto de las entidades financieras, modificando su capacidad prestable. Es decir, las entidades financieras trasladan el aumento del encaje al spread de intermediación financiera, impactando negativamente sobre la economía real.

Ahora supongamos que el País X decide crear un FSR. Mientras las divisas que manejen estos fondos no se liquiden en el mercado local de cambios, es decir se acumulen activos externos, no se implicará operación de cambio alguna entre la moneda extranjera y la moneda doméstica. Por lo tanto, la acumulación de activos externos de los FSR no tiene efectos monetarios en la economía doméstica.

Es decir, mientras la acumulación de activos de reserva tiende a generar distorsiones monetarias con consecuencias sobre la economía real, la acumulación de activos externos por parte de los FSR no tiene limitaciones domésticas. En tanto los precios de los

commodities sean altos, los países exportadores de los mismos podrán acumular activos externos sin límites.

Esto implica una contribución diferente entre ambas clases de activos soberanos a los desequilibrios globales. Los países que siguen una política de acumulación de reservas tenderían a estar limitados para financiar a aquellos países con déficit de Cuenta Corriente, mientras que los que acumulen activos externos a través de **FSR podrían hacerlo infinitamente**.

Gráfico 6: Balance teórico del Banco Central con FSR

Balance del Banco Central	
ACTIVO	PASIVO
Activos de los FSR +	0
	PATRIMONIO NETO +

Capítulo II. Motivaciones de los países en desarrollo para la acumulación de activos externos

Los países en desarrollo tienen distintos incentivos para acumular activos externos soberanos; en donde las motivaciones que llevan a los mismos a acumular reservas o crear fondos soberanos pueden ser de índole política, económica o financiera. Un objetivo importante es poder dilucidar cuál de estas motivaciones es la que en definitiva conlleva al mundo en desarrollo a crear fondos soberanos.

Dado que el auge en la creación de los FSR es posterior a la exponencial acumulación de Reservas Internacionales, se comenzará con los motivos que impulsaron a los diversos Estados a acumular activos de reserva: la mercantilista y el precautorio.

II.1. Motivaciones para la acumulación de Reservas Internacionales

II.1.a. Motivo mercantilista de acumulación de Reservas Internacionales

Doodley Folkerts-Landau y Garber (2003) se centran en la motivación mercantilista. Los autores sostienen que la acumulación de Reservas Internacionales es producto de la política de promoción de exportaciones y la necesidad de creación de empleo. Esta política permite detener o rezagar la apreciación del tipo de cambio, y evitar de este modo que se deteriore la competitividad de sus exportaciones.

Los autores sostienen que el actual sistema monetario es un resurgimiento del sistema que regía en forma posterior a los acuerdos de Bretton Woods, que se originó luego de la Segunda Guerra Mundial y que comenzó su decadencia a principios de la década del 1970'. Mediante este sistema, los países optaban por un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables frente al dólar, mientras que el dólar fijaba su paridad frente al oro, asegurando su convertibilidad. Este sistema funcionó exitosamente durante un tiempo. En este sentido, el hecho de que Europa podía reconstruirse luego de la guerra con el fruto de sus exportaciones a Estados Unidos, al tiempo que este podía consumir y vivir más allá de sus medios, le daba cierta estabilidad al sistema, ya que ninguno tenía interés en modificar su conducta. Pero cuando la economía norteamericana, que era la proveedora de liquidez

internacional, acumuló sucesivos déficits de Cuenta Corriente, perdió el oro necesario para asegurar la convertibilidad y el sistema entró en crisis.

Los autores sostienen que actualmente los países asiáticos cumplen el rol de los europeos. Se trata de un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos entre EEUU y Asia oriental, en virtud del cual los países asiáticos han mantenido prácticamente invariable su paridad respecto al dólar, y han acumulado grandes reservas en dólares. A cambio, estos han invertido masivamente esas enormes reservas en bonos del Tesoro de EEUU, garantizando que la economía estadounidense pudiese financiar su creciente déficit de Cuenta Corriente.

Debido a que los países en desarrollo tienen como objetivo de desarrollo de largo plazo la política de promoción de exportaciones, y dado que a nivel internacional existe menor tolerancia hacia las políticas activas de desarrollo y promoción industrial, el camino seguido ha girado en torno a políticas que mantengan el tipo de cambio devaluado para fomentar las exportaciones y acumular reservas que eviten la apreciación cambiaria.

De acuerdo a esta visión, los beneficios económicos para los países asiáticos de un tipo de cambio estable y depreciado exceden los costos de acumulación de Reservas Internacionales¹¹. Por su parte, Estados Unidos tiene la ventaja de que su crecimiento económico es financiado por los países acumuladores de Reservas Internacionales.

II.1.b. Motivo precautorio de acumulación de Reservas Internacionales

A partir de las distintas crisis financieras con abruptas fugas de capitales en los países en desarrollo, tales como el efecto Tequila de 1994-1995, la crisis del Sudeste Asiático en 1997-1998, o la abrupta salida de la convertibilidad en Argentina 2001-2002, entre otros, llevaron a cambios profundos en la demanda internacional de reservas; donde los Estados buscan incrementar el ritmo de acumulación permanentemente. Este último escenario descrito no se encontraba relacionado con el fomento de las exportaciones, sino simplemente con un intento de los países en desarrollo de auto preservarse en términos de reaseguro ante situaciones de iliquidez transitoria.

En este sentido, la motivación precautoria se evidencia a partir de la siguiente razón: de no existir un stock de reservas importante, los ajustes de Balanza de Pagos serían corregidos a

¹¹ Los costos de la política de acumular Reservas Internacionales son explicados posteriormente.

través de un ajuste automático sobre el gasto doméstico con penosas contracciones sobre la actividad económica. En la medida en que se incrementa la apertura de las economías, y dado el limitado desarrollo de los mercados financieros domésticos en conjunción con el riesgo soberano típico de las economías en desarrollo, estos últimos se tornan más vulnerables a los shocks exógenos. Lo importante a destacar es que este efecto se ve amplificado producto de las crisis sucesivas en países en desarrollo asociadas a la apertura de la Cuenta Capital del Balance de Pagos.

Esto último puede ser explicado mejor a partir de los Ciclos de Minsky. De acuerdo a la teoría de Minsky, las economías son de naturaleza cíclica y las crisis son un desarrollo natural del sistema financiero. Por lo tanto, el inicio del ciclo de las crisis en los países en desarrollo en la década del 1970' y 1990', se generó en la combinación de grandes ingresos de capitales con políticas macroeconómicas domésticas. Las crisis financieras de este periodo fueron todas precedidas por grandes ingresos de capitales. Estos, en definitiva, terminaron siendo el preludio de una etapa de fragilidad que concluyó en general en una crisis cambiaria. (Frenkel 2010)

La combinación de tipos de cambio fijos y la liberalización de la Cuenta Capital permitieron que los arbitrajistas exploten las oportunidades que se presentaban por la diferencia de las tasas de interés. Este contexto conduce a un boom de ingresos de capitales en las economías domésticas, lo que aumenta el crédito y la liquidez. De esta forma, aumenta el optimismo y la confianza, lo que reduce la percepción de riesgo de los agentes, quienes comienzan a tomar posiciones más riesgosas. . En consecuencia, el precio de los activos se incrementa formando burbujas tanto en el sector financiero, como en la economía real. Como consecuencia de la expansión de la demanda agregada particularmente en bienes no transables, se aprecia en términos reales la moneda doméstica. La fortaleza incentiva aún más a los capitales a ingresar, por lo que el Banco Central continua acumulando más Reservas Internacionales, y nuevamente se expande más el crédito y producto. Pero a su vez, la apreciación cambiaria incentiva el incremento de las importaciones y desincentiva las exportaciones, lo que implica un aumento del déficit de Cuenta Corriente (o la reducción del superávit). En definitiva, mientras que los ingresos de capitales eran más que suficientes para cubrir el déficit de Cuenta Corriente, se acumulaban Reservas Internacionales en el Banco Central. (Frenkel 2010).

Sin embargo, a partir de cierto punto, el déficit de Cuenta Corriente crece tanto que los agentes comienzan a sentir desconfianza, se modera el ingreso de capitales, y cuando no logran financiar ese déficit el Banco Central pierde reservas. De esta forma, se reduce el crédito y la liquidez en la economía doméstica, al tiempo que se inicia la etapa contractiva. De este modo comienza la fase opuesta del ciclo, donde la venta de activos domésticos suelen conllevar a un estallido de las burbujas que se formaron, generando los episodios de insolvencia que se traducen en un quiebre masivo de los contratos. (Frenkel 2010).

Los Ciclos de Minsky se verifican tanto en las economías emergentes como en las economías desarrolladas; ya que en ambas se evidencia debido a que las regulaciones sobre el sistema financiero eran laxas. Sin embargo, existen diferencias entre ambas. En primer lugar, la fase inicial comienza en los países en desarrollo como consecuencia de variaciones en la política macroeconómica¹². En segundo lugar, las economías en desarrollo carecen de un prestamista de última instancia. (Frenkel 2010).

Este último punto resulta fundamental a la hora de explicar el motivo precautorio que manifiestan los países en desarrollo para acumular Reservas Internacionales. En este sentido, los organismos multilaterales de crédito, particularmente el FMI, han sido foco de críticas frente a estos escenarios de crisis financieras.

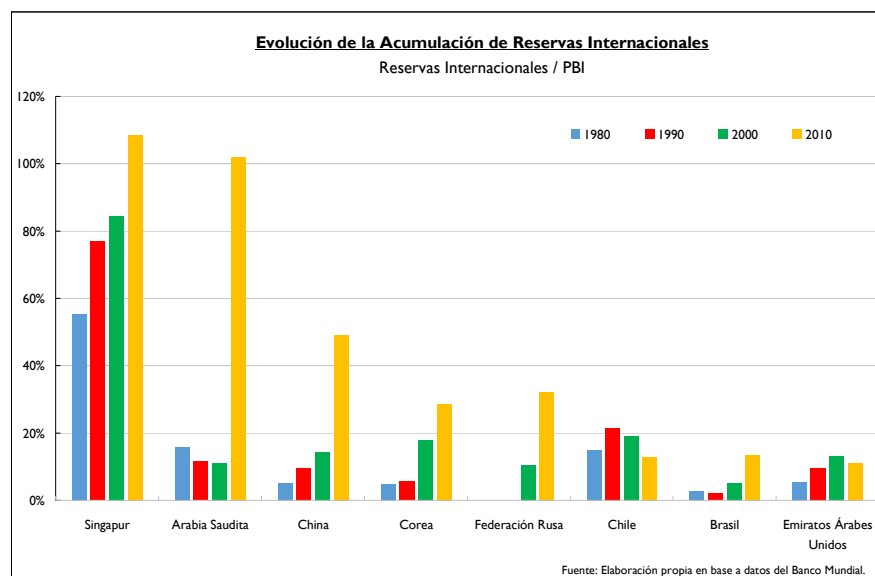
Durante las crisis financieras, el FMI tuvo un significativo papel coordinador debido a poseía una capacidad prestaría de flujos mucho mayor que el mercado privado – sumado a un sello de aprobación que impactaba directamente en la opinión del mercado - . Sin embargo, el otorgamiento de fondos estaba sujeto a condicionalidades que terminaron afectando negativamente a las economías que ya se encontraban en la fase negativa del Ciclo de Minsky.

Estas condicionalidades se traducían en programas de estabilización que básicamente *“combinaban la devaluación del tipo de cambio con una reducción de la absorción doméstica inducida por políticas fiscales y monetarias contractivas”*. (Frenkel 2003, 19). Las consecuencias de la aplicación de este paquete de políticas eran mayores caídas del producto e incrementos en las tasas de desocupación.

¹² En la crisis del 2007-2008 en Estados Unidos, el boom inicial de ingreso de capitales se da endógenamente por las innovaciones financieras asociadas a la securitización de las hipotecas.

En consecuencia, los organismos multilaterales de crédito han dejado de ser una opción voluntaria asequible para distintos países en desarrollo. Los mismos - en especial los Asiáticos - observaban en los programas del FMI una intromisión en la política doméstica, la cual le restaba autonomía y poder de decisión. Este contexto potencia los incentivos a acumular reservas por parte de los países en desarrollo, básicamente para ser su propio prestamista de última instancia.

Gráfico 7: Evolución de la Acumulación de Reservas Internacionales por principales países



En definitiva, si se quiere establecer cuál es la motivación que impulsó a los países a acumular Reservas Internacionales, y que posteriormente influyó para con la creación de los FSR, se debe tener en cuenta la diferencia fundamental existente entre ambas motivaciones; ya que el rol que le asignan a la política de acumulación de Reservas Internacionales es diferente en uno u otro caso. Mientras que la motivación mercantilista considera a la acumulación de reservas un efecto residual de la política de promoción de exportaciones, el motivo precautorio focaliza a la acumulación de reservas como política central frente a las fugas abruptas de capitales.

De acuerdo a los estudios efectuados por Joshua Aizenman (Aizenman y Lee 2006), el motivo mercantilista es significativo; no obstante ello, la motivación precautoria resulta más trascendente. El autor sostiene que la explicación mercantilista presupone que la política de intervenciones cambiarias puede afectar en forma permanente la economía real. Sin

embargo, la evidencia empírica no convalida que el nivel del tipo de cambio nominal pueda afectar la economía real en el largo plazo.

No obstante, los motivos precautorio y mercantilista no son excluyentes. Un país puede buscar los beneficios de la competitividad vía depreciación de la moneda, pero al mismo tiempo generar un “buffer” ante shocks exógenos. Sin embargo, desde un punto de vista teórico, el argumento mercantilista de la política de acumulación de Reservas Internacionales representa también una externalidad negativa asociada a devaluaciones competitivas con empobrecimiento del país vecino.

Cabe destacarse que la importancia de diferenciar los motivos de la acumulación de Reservas Internacionales, se asocia con los niveles de adecuación de las mismas. Si un país acumula reservas por motivos mercantilistas, la magnitud de acumulación podría ser representada por variables que consideren la evolución del comercio exterior – como por ejemplo los meses de importaciones que cubren el stock de reservas de una economía -. En cambio, si el motivo es precautorio, un indicador a analizar podría ser la relación de las reservas con respecto a la deuda externa de corto plazo; ya que las mismas deberían ser suficientes para pagar los vencimientos dentro de un período racional y en relación a un porcentaje determinado de la cantidad de dinero de la economía.

II.1.c. Criterios de adecuación de Reservas Internacionales

En los países donde existe una fuerte acumulación de activos externos, se plantea la inquietud de qué hacer con esta riqueza. Un primer punto importante es definir a partir de qué punto la acumulación de Reservas Internacionales resulta excesiva. Actualmente, no existe consenso en la literatura internacional sobre el nivel óptimo o suficiente de Reservas Internacionales para cada país. No obstante, existen diversos criterios que resultan útiles para determinar un nivel adecuado de las Reservas Internacionales.

La importancia de las variables a considerar, de acuerdo a la motivación que impulse a cada país, reside en el análisis que estas brindan sobre las magnitudes del proceso de acumulación: si es suficiente, si está por debajo, o si exceden los niveles deseados¹³. Cabe destacarse que las variables que se utilizan para medir la magnitud del proceso de

¹³ Existe otra metodología para medir el nivel adecuado de Reservas Internacionales que se realiza a partir de mediciones econométricas.

acumulación de reservas son criterios convencionales, y no pautas fijas establecidas por cada país.

Estos criterios se traducen en los siguientes ratios:

1. Reservas Internacionales/deuda externa de corta plazo.
2. Reservas Internacionales/ M2.
3. Reservas Internacionales / Importaciones.
4. Reservas Internacionales / PBI.

El primer ratio es conocido como la Regla de Greenspan y Guidotti, siendo este el más utilizado internacionalmente para medir la vulnerabilidad de un país ante un panorama de crisis con salida de capitales. De acuerdo con este criterio, se considera que un nivel adecuado de reservas es aquel que permite cubrir la deuda de corto plazo por el término de un año.

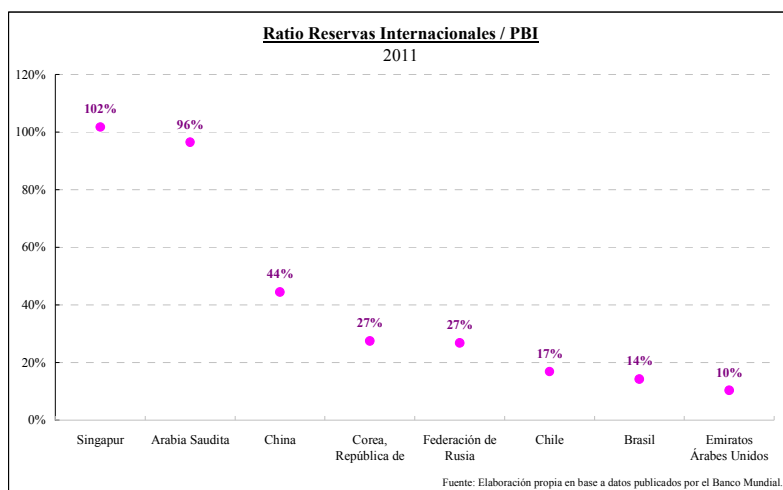
En el segundo ratio, resulta apropiado que las Reservas Internacionales cubran entre un 5%-20% de la oferta monetaria, dependiendo del régimen de tipo de cambio que siga cada país. Cuanto más flexible sea el tipo de cambio, mayor será ese ratio. De esta forma, se cubriría hasta dicho margen de oferta monetaria en el caso de que el público decidiese intercambiar sus activos en moneda doméstica por activos en moneda extranjera (salida de capitales).

Por otra parte, el tercer ratio arriba mencionado, intenta reflejar que las Reservas Internacionales cubran el equivalente de hasta 3 o 4 meses de importaciones de bienes y servicios.

El último ratio Reservas/PBI representa una medida que permite realizar comparaciones, pero no se considera útil para establecer un porcentaje determinado; por lo que el nivel adecuado queda a criterio del analista. No obstante, cuanto mayor sea este ratio, mayor será la habilidad requerida para suavizar los ajustes a los shocks exógenos, lo cual es particularmente importante en países que tienen economías muy abiertas.

En los últimos años, algunas economías han ido acumulando Reservas Internacionales muy por encima de lo que establecen los criterios de adecuación de reservas mencionados. China, por ejemplo, administra un nivel de reservas equivalente a casi la mitad de su PBI - unos 6 billones de dólares a precios actuales -. Incluso existen países que acumulan un nivel de reservas superior a sus respectivos PBI, tales como Arabia Saudita o Singapur.

Gráfico 8: Criterios de Adecuación de Reservas - ratio PBI

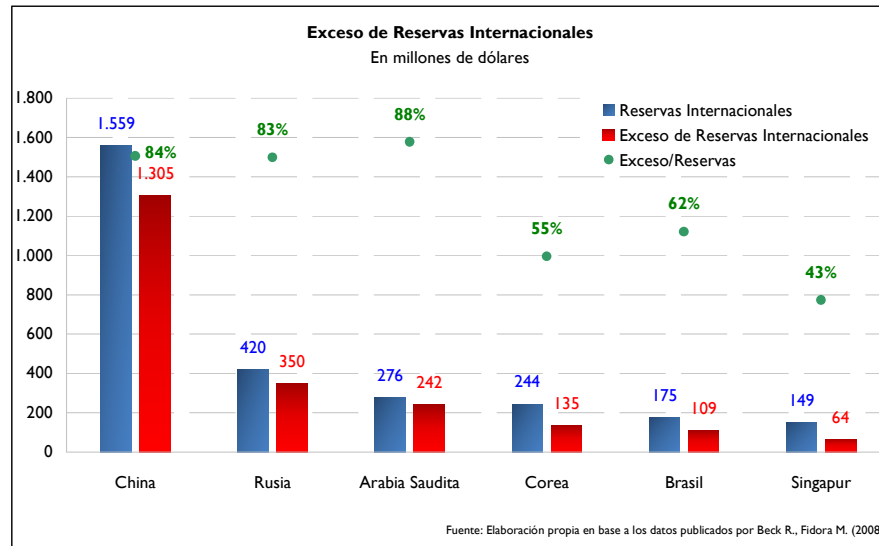


Este punto se esclarece mejor, si consideramos el criterio que utilizan Beck y Fidora (2008) sobre el exceso de reservas. Los autores definen el exceso de Reservas Internacionales como:

Exceso de Reservas Internacionales = Reservas Internacionales – Máximo entre (Cobertura de 3 meses de importaciones y la deuda externa de corto plazo).

Tal como se observa en el siguiente gráfico, el excedente de Reservas Internacionales que mantienen algunos países en desarrollo refleja que el nivel de las mismas se encuentra muy por encima de lo sugerido por los criterios de adecuación. Países como Arabia Saudita, China y Rusia acumulan activos de reserva que superan en al menos un 80% lo teóricamente necesario para cubrir sus importaciones durante un periodo de tres meses, o mismo su deuda externa de corto plazo.

Gráfico 9: Exceso de Reservas Internacionales



Los interrogantes planteados anteriormente respecto de cuál es la motivación que impulsa a los países a seguir una política determinada de acumulación de Reservas Internacionales, es decir, por qué los países acumulan un nivel de Reservas Internacionales que superan los criterios internacionales de suficiencia y cuál es el sentido de mantener Reservas Internacionales, resultan pertinentes para entender la motivación existente para crear fondos soberanos. En este sentido, el hecho de que los criterios de adecuación de reservas fueran superados tan ampliamente, conlleva a inferir un incentivo o una motivación diferenciadora para la creación de FSR.

II.2. Motivaciones teóricas para la creación de FSR

II.2.a. Motivación Institucional

Las motivaciones mercantilista y precautoria no son suficientes para explicar por qué los países han decidido dar un paso más en la acumulación de activos soberanos creando los FSR. Para ello, se debe comenzar teniendo en cuenta que emplear una política de acumular reservas en el mediano/ largo plazo plantea costos para la economía doméstica.

En primer lugar, existe un costo de oportunidad al mantener Reservas Internacionales. Esto se debe a que la administración de las mismas sugiere, como se ha señalado anteriormente, una inversión en activos de bajo riesgo, líquidos y con bajo rendimiento. El tipo de activo externo que más se adecua a los requerimientos de alta liquidez y seguridad son los bonos soberanos, y particularmente, los bonos libres de riesgo de Estados Unidos. De acuerdo con

una estimación del Deutsche Bank, el retorno real de las Reservas Internacionales de estos últimos rondaría el 1%. Si tomamos un portafolio más diversificado, que estuviese conformado por un 60% de acciones y un 40% de bonos, el retorno real subiría a un 6% (Urban 2011, 148). Esta comparación refleja la baja rentabilidad de las Reservas Internacionales.

Este escenario pone en evidencia el debate existente en torno a su acumulación. Existen diversos usos en las que podrían utilizarse, que si bien resultarían menos líquidos, serían de vital importancia para la economía doméstica; esto es, destinarlas a obras de infraestructura, generar reducciones de la posición deudora externa, promover la recapitalización de bancos nacionales, etc.

Por otra parte, el argumento expuesto anteriormente se refuerza debido a que existen otros costos desde el punto de vista macroeconómico para los países en desarrollo que llevan a cabo políticas de acumulación de Reservas Internacionales. En este sentido, se destacan la inflación, los incrementos en las tasas de interés y los costos fiscales.

En primer lugar, cuando un Banco Central compra moneda extranjera en el mercado local de cambios, lo realiza contra la emisión de moneda doméstica, lo que implica un aumento de la base monetaria. De no efectuar ninguna política esterilizadora, este incremento de la base monetaria podría trasladarse a los precios internos. Si el Banco Central efectuara repetidamente estas compras de moneda extranjera, posiblemente estaríamos enfrentando un aumento generalizado de precios o burbujas en determinados activos.

Sin embargo y como fue mencionado previamente, es usual que las autoridades monetarias y/o las de otros organismos estatales procuren llevar a cabo políticas de esterilización. Un claro ejemplo es la emisión de bonos que permiten retirar de circulación el excedente monetario que generan las compras de moneda extranjera por parte del organismo pertinente¹⁴.

Las operaciones de mercado abierto tienen, en primer lugar, un costo inherente como es el de la tasa de interés que devengan; lo que los diferencia de la base monetaria, dado que los billetes y moneda en circulación no devengan interés alguno. Cuando la tasa de interés que

¹⁴ Existen otros instrumentos de esterilización monetaria, pero a los fines de simplificar el análisis se considerara para los fines de esta explicación únicamente las operaciones de mercado abierto. Estas representan, el instrumento de esterilización más comúnmente utilizado para regular la liquidez interna.

se paga por los bonos excede la tasa de retorno que devengan las inversiones en la que se plasman los activos de Reservas Internacionales, ahí aparece el costo en términos fiscales. En la medida que la política esterilizadora se perpetúa en el tiempo, la misma puede repercutir sobre el balance del organismo a cargo de generarla. Si fuera el Banco Central, podría traducirse en un déficit cuasi fiscal, mientras que si se tratara de las compras del Gobierno Nacional de moneda extranjera, el límite sería el superávit primario con el que cuenta.

En lo que respecta a las consecuencias de acumular Reservas Internacionales sobre la tasa de interés, la política esterilizadora puede tener efectos distorsivos en el mediano o largo plazo. En la medida que aumente la cantidad de bonos que emite el Banco Central, ya sea por efecto de un aumento en el riesgo de default o bien porque no existiese demanda suficiente para dicha oferta, se observaría un incremento de la tasa de interés de estos bonos. Asimismo, este escenario podría influir sobre el resto de las tasas de interés de la economía doméstica.

De lo expuesto surge que el surgimiento de los FSR estaría relacionado con el costo de la política de acumulación de Reservas Internacionales. En este sentido, los FSR se crean como reflejo de una necesidad de innovación institucional al manejo de las Reservas Internacionales. (Urban 2011), lo que se denominará en este trabajo, la motivación institucional.

Ante una entrada masiva de capitales en la economía producto de los superávits de Cuenta Corriente, las herramientas tradicionales resultan muy costosas para los grandes acumuladores de Reservas Internacionales, como son las intervenciones del Banco Central en el mercado local de cambios, los impuestos a la entrada de capitales, los cambios en los requerimientos de reservas en el sector bancario (en Argentina se lo denomina al Régimen de Capitales Mínimos), etc. Asimismo, tal como fue expuesto anteriormente, el efecto monetario de la política de acumulación de reservas y de los FSR es diferente. En el caso de los FSR, no existe expansión monetaria, de forma tal que no es necesaria aplicar ninguna herramienta esterilizadora. Por ende, estas medidas resultan difíciles de mantener en el tiempo. En consecuencia, los FSR pueden ser vistos como sustitutos de la política esterilizadora doméstica.

Teniendo en cuenta que diversos países en desarrollo superan ampliamente los criterios de adecuación de Reservas Internacionales y la baja rentabilidad que de ellas se obtiene, se puede inferir que existen fuertes incentivos a desviar fondos de las Reservas Internacionales hacia los FSR, de forma tal de evitar los costos de esa política de acumulación y obtener mayores ganancias.

En este sentido, Ping y Chao (2008) sugieren que para aquellos países cuya moneda no cuenta con la función de ser reserva de valor internacional, la creación de FSR puede estar influida por el hecho de que, por un lado, resulta un mecanismo alternativo para regular el riesgo generado por las fluctuaciones del tipo de cambio; y por otro, para evitar que las Reservas Internacionales pierdan poder de compra. El autor sostiene que empíricamente los países que tienen abundancia en recursos naturales tienden a crecer menos o tienen un desarrollo económico inferior que aquellos que no cuentan con esta abundancia. Los FSR representan una forma más fácil y menos costosa de solucionar este fenómeno que el autor denomina "Resource Course".

El 'Resource Course' se explica por el fenómeno que se conoce como la Enfermedad Holandesa, que se refiere a aquellos países que reciben masivos ingresos de capitales, producto de las exportaciones de un recurso natural, y como consecuencia de ello su moneda doméstica se va apreciando y por ende la economía va perdiendo competitividad. De la misma forma, por la excesiva confianza que se deposita en las exportaciones de determinados recursos naturales, se va priorizando el desarrollo de industrias específicas que giran alrededor de esos commodities, lo que impide la diversificación de la economía, tornándose vulnerable y dependiente. Y en este sentido, la alta volatilidad de los precios de los commodities en cuestión resulta perjudicial para un desarrollo económico de tendencia más estable.

Más específicamente, el concepto de la Enfermedad Holandesa se asocia a la relegación del sector exportador tradicional en pos del sector de auge y el no transable. Considerando una economía que se divide en tres sectores - el sector exportador del auge, otro sector exportador tradicional y un sector no exportador dedicado al mercado interno- , si un país descubriese repentinamente petróleo, el aumento en las exportaciones de crudo conllevaría a elevar los ingresos producto de las mayores entradas de divisas. De acuerdo al régimen de tipo de cambio se podrían observar dos canales distintos por los cuales se terminaría afectando la competitividad de la economía. En el caso de tipo de cambio fijo, las mayores

entradas de divisas en el país implicarían que el Banco Central deba vender moneda doméstica y comprar la moneda extranjera para garantizar la paridad a la que se comprometió. Por lo cual, la mayor masa monetaria y las presiones sobre la demanda agregada (en el caso de que los mayores ingresos se destinen al consumo y a la inversión doméstica) incrementarían los precios internos, con su consecuente *apreciación real* del tipo de cambio. Si el régimen de tipo de cambio fuese flexible, la mayor entrada de divisas implicaría una apreciación nominal. Esta apreciación del tipo de cambio ocasionaría movimientos de los factores de producción (capital y trabajo) hacia el sector de bienes no transables, a fin de atender la demanda del mercado interno, relegando la producción del sector exportador tradicional, es decir el fenómeno del “Resource Course”.

Es por ello que, el FSB permite reducir el impacto cambiario sobre la economía a través de la inversión de las divisas obtenidas de la exportación neta de petróleo en activos externos o en el extranjero. En ello radica parte de la explicación respecto de las razones por las cuales el FSB incluye en sus objetivos el financiamiento de empresas brasileras en el exterior.

Además de obtener rentabilidades más altas, mediante las inversiones que realizan los FSR se pueden proteger las economías poco diversificadas contra las variaciones bruscas en los precios de los commodities. Ello se logra a través de la acumulación de activos cuyo retorno este inversamente correlacionado con las variaciones de precios de aquellos activos frente a los cuales la economía es dependiente (Urban 2011, 154). Estas inversiones difícilmente puedan ser efectuadas con fondos pertenecientes a las Reservas Internacionales, debido a los requerimientos de liquidez y seguridad de sus inversiones.

II.2.b. La importancia del superávit de Cuenta Corriente

Hasta aquí, el desarrollo efectuado sobre las motivaciones para crear FSR estaba relacionado con la búsqueda de alternativas frente a la ya excesiva y costosa política de acumulación de Reservas Internacionales. No obstante, existen otros incentivos de índole económica para la creación de FSR.

En primer lugar, es importante recalcar que si bien es cierto que la acumulación de activos de reserva se puede dar como consecuencia de los ingresos de capitales - reflejados en la cuenta de capital y financiera del Balance de Pagos-, estos no serán útiles a la hora de racionalizar la creación de FSR. (Griffith Jones y Ocampo 2008)

Para explicar lo expuesto en el párrafo anterior se comenzara exponiendo las siguientes identidades macroeconómicas básicas.

$$\Delta R - \Delta \text{Cta K} = \Delta \text{Cta Cte} = S - I \quad (1)$$

Donde:

- ΔR es la variación neta de Reservas Internacionales: si es positivo refleja acumulación (a diferencia de los criterios de registro de Balance de Pagos en el cual el signo negativo representa acumulación);
- $\Delta \text{Cta K}$ es la variación neta de los flujos de capital,
- $\Delta \text{Cta Cte}$ es la variación de la Cuenta Corriente: para simplificar el análisis suponemos que es únicamente el resultado de la balanza comercial;
- S es el ahorro, I es la inversión ($S-I$) es el ahorro neto.

Si no existiera superávit de Cuenta Corriente, o lo que sería equivalente, ahorro, deberían ingresar capitales para que el país acumule reservas. En consecuencia, si para incrementar las reservas se toman fondos del sector externo que no son generados por las exportaciones netas, entonces se podría considerar a este tipo de acumulación de reservas como *prestadas*.

Esta diferenciación es útil para establecer que los FSR se crean usualmente en aquellos países donde el incremento de las Reservas Internacionales se da vía el superávit comercial y no por el flujo de capitales. Si fuera el caso en el cual ingresaran capitales que se registran en la cuenta de capital y financiera del Balance de Pagos, se trataría de una forma de intermediación financiera o “fondeo” y no de aumento neto de Reservas Internacionales. El contexto entonces sería diferente: se estaría hablando de la creación de un banco de desarrollo y no de un FSR. (Griffith Jones y Ocampo 2008, 16).

Por lo tanto y dado el escenario de un país que cuenta con sucesivos superávits de Cuenta Corriente, se analizará a continuación las causas subyacentes a estos excedentes.

II.2.c. La distribución intergeneracional de la riqueza como escenario para la toma de decisiones

Un superávit de Cuenta Corriente, que es producto de las exportaciones de recursos naturales no renovables, implica una transformación de un activo ilíquido en uno líquido. Un ejemplo de ello, es cuando se exporta petróleo y a cambio se recibe en concepto de pago un activo en moneda extranjera. No obstante, la explotación de un recurso natural implica manifestar una preferencia inter temporal, y para ello se requiere tomar una serie de resoluciones que son influidas por factores de índole político-económica.

En primer lugar, se debería definir si es conveniente explotar el recurso natural, es decir extraerlo de su condición natural, o bien conservarlo. La decisión de explotarlo se asocia con el consumo o la inversión de la rentabilidad generada, dado que si se asume que las ganancias se consumirían, podría ser preferible conservarla en su estado natural. Esto último depende de la evaluación que realicen los hacedores de política respecto a la distribución intergeneracional de la riqueza de un país.

Si se decide explotar el recurso natural, se deberá efectuar una comparación entre el beneficio marginal asociado a esa inversión, y la expectativa de incremento en el valor del mismo. Si se espera que el valor del bien en el futuro se incremente, pues entonces sería conveniente conservar el recurso en su condición natural. (Griffith Jones y Ocampo 2008).

Si el beneficio marginal es superior a la expectativa de valor futuro del recurso natural, y por lo tanto se decidiese explotarlo, habría que considerar si las ganancias obtenidas financiarán el consumo o si se optará por la inversión. El gasto de las ganancias en la economía interna tendría sentido desde el punto de vista intergeneracional, si se destinase a acumular activos de capital que tengan un efecto positivo sobre el crecimiento de largo plazo.

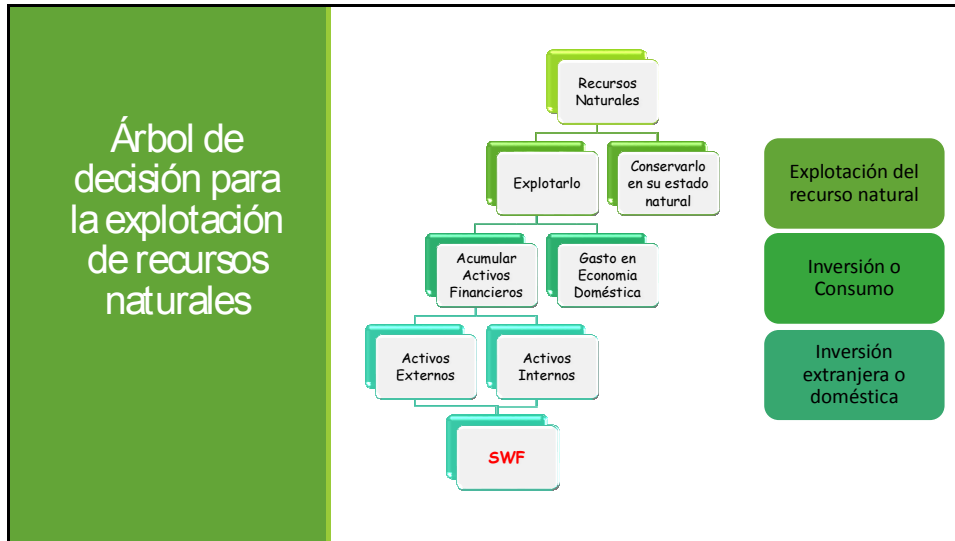
Otra decisión tiene que ver con la inversión de las ganancias en la explotación del recurso natural en activos externos o internos. En el caso de los activos internos, podría darse como ejemplo el desarrollo de obras de infraestructura. Respecto a los activos externos, aquí es donde la creación de un FSR entra en el juego. Si la expectativa de rentabilidad de las inversiones en activos externos resulta mayor a la expectativa de valor futuro del recurso natural, resultaría racional crear un FSR. Pero si los agentes económicos internos son muy adversos al riesgo y la rentabilidad no cubre esa percepción de riesgo, posiblemente sea conveniente no explotar el bien.

Estas dos decisiones, es decir, si explotar el recurso o no y si acumular activos financieros o financiar el gasto doméstico, dependerá de las presiones internas que se ejerzan y estará en consonancia con el nivel de ingreso de cada país. Si tomamos como ejemplo un país de altos ingresos, probablemente se preferirá conservar el recurso natural, dado que no denotan una necesidad imperante para explotarlo. En cambio, los países de bajos ingresos posiblemente estén presionados a utilizar el retorno de la explotación de recursos para financiar el gasto interno, considerando su necesidad de desarrollo económico.

En este sentido, la presión ejercida puede resultar en problemas inter temporales, como por ejemplo el exceso de consumo presente, la sobreinversión en infraestructura, o bien una diversificación inadecuada de la economía. Este último caso se genera cuando se desarrollan actividades conexas a la explotación del recurso, o bien cuando hay sectores determinados de poder que observan pocos beneficios propios a futuro.

Finalmente, las derivaciones de la Enfermedad Holandesa son también variables explicativas claves. Un país debe considerar que si explota un recurso natural abundante, habrá efectos secundarios sobre el resto de las actividades, especialmente a través de la afectación del tipo de cambio real. Es decir, es dable que a partir de que se explota dicho recurso natural se acelere el crecimiento de las actividades no transables; mientras, y de manera simultánea, se produzcan mermas en el sector transable a partir de la apreciación del tipo de cambio real. Y si las actividades del sector transable que se perjudican con la apreciación cambiaria son importantes para el crecimiento de largo plazo, podría ser preferirle no explotar en absoluto el recurso natural abundante, ya que a su vez podría reducir la diversificación de la economía. (Griffith Jones y Ocampo 2008).

Gráfico 10: Explotación de recursos naturales



II.2.d. Motivación macro estructural

A diferencia del caso anterior, existen economías que no requieren de contar con un recurso natural para tener importantes superávits de Cuenta Corriente. Este es el caso en el que existe grandes niveles de ahorro o bien un tipo de cambio devaluado, los cuales generan una situación de “exceso de competitividad” en la producción de bienes y servicios transables.

En la ecuación (1) se resalta o el superávit de Cuenta Corriente o el ahorro, lo que incide en la fuerte acumulación de activos de reserva.

$$\Delta R - \Delta \text{Cta K} = \Delta \text{Cta Cte} = S - I \quad (1)$$

La estructuralidad del superávit de Cuenta Corriente se mantiene por más que existan variaciones en el crecimiento económico y en la tasa de apreciación de la moneda. Es decir, una apreciación del tipo de cambio - que normalmente reduciría los superávits de Cuenta Corriente -, causaría un efecto opuesto, ya que genera efectos adversos en la actividad económica, las cuales a su vez se traducen en reducciones de las importaciones de tal magnitud que la balanza comercial continua siendo positiva. También se pueden observar en estos casos un incremento de la tasa de ahorro como consecuencia de los efectos de la apreciación cambiaria y el freno del crecimiento económico en el sistema financiero local.

Un ejemplo de estos contextos fue el Japón en la década de 1980', donde la apreciación cambiara no disminuyó su superávit de Cuenta Corriente. A su vez, en la década del 1990' las apreciaciones del tipo de cambio han ido generando alteraciones en el precio de los activos, formando burbujas financieras que terminaron explotando y generando una fuerte crisis económica y un estancamiento de la economía. Otro ejemplo sería China en la actualidad, donde un motivo por el cual este país se rehúsa a apreciar su moneda en forma abrupta, podría ser los desequilibrios macroeconómicos que se generarían. (Griffith Jones y Ocampo 2008, 20).

En los países donde no es factible reducir los superávits de Cuenta Corriente por motivos estructurales, que son propios de las relaciones macroeconómicas entre el tipo de cambio, la actividad y el sector financiero local, son los Estados donde generalmente se acumulan montos importantes de Reservas Internacionales o se crea un FSR.

II.2.e. Motivaciones Contra Cíclicas

Existen dos clases de movimientos cíclicos, uno sobre el volumen de exportación y otro sobre los precios internacionales. En el primer caso, el movimiento está asociado al ciclo de negocios internacional. Los ciclos de los negocios son un tipo de fluctuación en la actividad económica de las economías de mercado, los cuales consisten en expansiones seguidas por recesiones, contracciones y recuperaciones. El caso de los movimientos cíclicos sobre los precios internacionales tiene que ver, particularmente, con las variaciones en los precios de los commodities.

Cuando nos encontramos en el periodo expansivo, existe la posibilidad de que se produzca un recalentamiento de las economías, lo que podría desencadenar en aumentos generalizados de precios que se traducirían en apreciaciones cambiarias en términos reales, esto es, afectando tanto a los sectores transables como a los no transables. Aquí es relevante nuevamente lo apreciado anteriormente respecto a la Enfermedad Holandesa.

Para evitar estos movimientos bruscos sobre el tipo de cambio, es que las autoridades monetarias de estos países intervienen en el mercado de cambios, ya sea través de la compra de moneda extranjera en el mercado local de cambios (aumentando Reservas Internacionales) o bien creando FSR.

Cabe aclararse que en el caso de variaciones cíclicas en los precios de los commodities, resulta una tarea complicada definir ex ante si esas variaciones de precios son en verdad

transitorias o permanentes. Lo cierto es que de acuerdo a la evaluación que se haga, dependerá el tipo de política que es conveniente aplicar – con sus respectivas consecuencias político-económicas - (Griffith Jones y Ocampo 2008)

En definitiva, si un país en desarrollo, que por las características de su economía se encuentra expuesto a los vaivenes de los precios internacionales o del ciclo de negocios, encontrará incentivos para la creación de un FSR que sea ‘estabilizador’ de las variables económicas.

II.2.f. La necesidad de auto aseguro

Habiendo explicado anteriormente la existencia de un motivo precautorio para acumular Reservas Internacionales, no resulta inverosímil que exista una motivación similar para crear un FSR. Es decir, al igual que en el caso de la acumulación de activos de reserva, los países en desarrollo, se auto preservan de sufrir las consecuencias de situaciones de crisis financieras producto de la reversión abrupta en los flujos de capital.

Hasta aquí habíamos mencionado motivaciones para crear FSR que estaban relacionadas con el superávit de Cuenta Corriente. Sin embargo, en este caso el incentivo que impulsa a los países en desarrollo a crear los fondos soberanos, está asociado a los flujos en la cuenta de capital del Balance de Pagos¹⁵. No obstante, existen casos en los que el superávit de Cuenta Capital puede estar asociado a un superávit de Cuenta Corriente. Por ejemplo si el superávit de Cuenta Corriente atrae flujos de capitales.

En este sentido, cuanto mayor sea la apertura de la cuenta de capital, mayor sería la posibilidad de sufrir éxodos masivos de capitales. (Griffith Jones y Ocampo 2008). Cabe aclarar que, no todos los capitales pueden fugarse tan fácilmente. Los capitales de largo plazo como la Inversión Extranjera Directa, difícilmente puedan fugarse abruptamente. Es por ello que en algunos países, como por ejemplo en Argentina, existen limitaciones a la entrada de capitales de corto plazo, para evitar oscilaciones bruscas en el tipo de cambio y la actividad económica.

¹⁵ En este sentido, cabe efectuar otra aclaración de índole semántica. Cuando se menciona la Cuenta Capital de Balance de Pagos, se está haciendo referencia a un agregado de cuentas que allí se incluyen. No obstante, se debe tener en cuenta que cuando se habla de “fuga de capitales” no es correcto asumir que se trata de la totalidad de los conceptos que se incluyen en la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos. Más precisamente, la “Fuga de Capitales” debería ser entendida de acuerdo al concepto de Formación neta de Activos Externos del Sector Privado No Financiero del Balance de Pagos.

Solo en el caso de que los flujos de capitales fueran masivos y reflejen una conducta estable, es que se justifica la creación de un FSR. Esto es así, porque si los flujos fueran inestables el FSR no podría invertir su cartera considerando en un horizonte temporal largo, sino que estaría condicionado por el mismo ordenamiento de preferencias que se reflejan en las Reservas Internacionales. Es decir, no habría posibilidad teórica de obtener mayor rendimientos que mediante la inversión de los activos de reserva. Asimismo, usualmente los flujos de capitales a los países en desarrollo no reflejan una conducta estable. Es por eso que los países con superávits de Cuenta Capital podrían preferir incrementar sus Reservas Internacionales.

Si un país contara con masivos ingresos de capitales y con excesivas Reservas Internacionales podría tener incentivos a crear un Fondo de Desarrollo cuyo objetivo primordial sea la intermediación financiera internacional. Esto significa que, por ejemplo, podrían distribuir el fondeo de los capitales externos a otros países que carezcan de capital, o bien al desarrollo de obras de infraestructura en países vecinos que impliquen externalidades positivas sobre la economía doméstica.

II.3. Las motivaciones como determinantes del tipo de FSR y sus inversiones

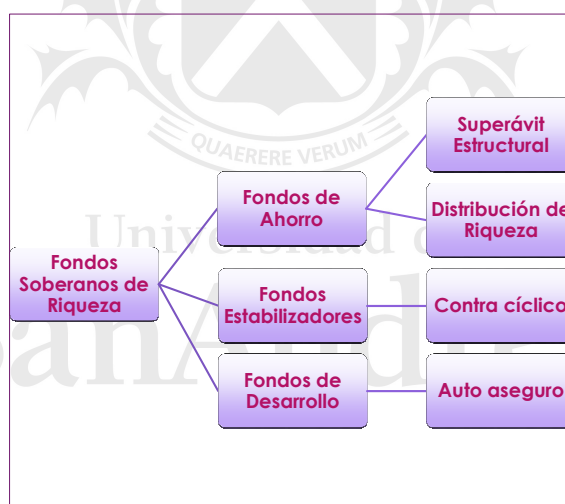
La motivación es el impulso que lleva a los países en desarrollo a crear un determinado tipo de FSR, y ello nos permitirá inferir cuales son las posibles preferencias en cuanto al tipo de activo en que se invierten. En este sentido,

- ✓ La primer gran distinción que se debe realizar es determinar si la creación de un FSR está asociada o no a la dotación de commodities. Los países tenderán a manifestar preferencias distintas si es que sus economías son muy vulnerables a las variaciones de precios y cantidades de un recurso natural como el petróleo o el cobre. En este sentido, se debe diferenciar entre *FSR asociados a commodities* y FSR que no lo están.
- ✓ Los países que establezcan FSR impulsados por una necesidad de distribuir la riqueza entre sus generaciones o aquellas que estén motivados por poseer un superávit de Cuenta Corriente estructural, tenderán a crear *Fondos de Ahorro*. Estos son los tipos de fondos que tienen la posibilidad de invertir a mayores plazos. Dado que estos fondos no necesitan el capital en forma inmediata como si lo requieren las Reservas

Internacionales, ni como estabilizador ante movimientos cíclicos, y tampoco depende de los flujos de capitales.

- ✓ Aquellos países que enfrentan escenarios de volatilidad en los precios de sus productos o en el volumen de exportación, es decir aquellos que establezcan un FSR impulsados por la necesidad de estabilizar, tenderán a formar *Fondos Estabilizadores*. Estos fondos necesitaran una cartera de activos que sea más líquido que en el caso de los Fondos de Ahorro pero menos que las Reservas Internacionales.
- ✓ Cuando existe una economía atrae fuertes ingestas de capitales, y estos no están emparentados con un superávit de Cuenta Corriente, posiblemente el país tendrá incentivos de auto preservación. Como se expuso anteriormente, si se cuenta con excesivas reservas podría crear *Fondos de Desarrollo*.

Gráfico 11: Tipo de FSR



II.4. El propietario de los fondos

Una cuestión importante es el modo por el cual el sector público intenta apropiarse del superávit de Cuenta Corriente. Es decir, si el superávit de Cuenta Corriente se genera a partir de las exportaciones de productos que efectuaran empresas privadas, ¿Cuál es el procedimiento para que una porción de esa riqueza quede en manos del sector público?

En este sentido, si el Estado no es el “propietario” del recurso natural, la respuesta se encontraría en el superávit fiscal que podría estar originado a partir de la recaudación impositiva. Es decir, en la medida en que una proporción importante de la explotación de

estos recursos se encuentre en manos del sector privado, los gobiernos pueden utilizar distintas herramientas, como son impuestos específicos, para apropiarse de una parte de los ingresos generados, tales como las regalías, impuestos sobre los ingresos y retenciones a las exportaciones, etc.

No obstante, si el superávit de Cuenta Corriente se obtiene como consecuencia de mantener un tipo de cambio sobre depreciado, o si existiera un superávit de Cuenta Capital, resultaría más dificultoso para el Estado apropiarse de parte de ese excedente. En Singapur, por ejemplo, se establece mediante una ley un recurso de ahorro forzoso sobre los agentes privados.

II.5. El escenario político

Un factor que puede resultar diferenciador es el escenario político que rige en los países en donde se conforman los FSR. Un Estado, sea democrático o dictatorial, podría reflejar conductas diferentes, los cuales podrían verse reflejadas en distintos estándares de transparencia y fiscalización.

En este sentido, los países con regímenes más autoritarios podrían aprovechar un menor nivel de exposición y mayor flexibilidad en su margen de acción al poder evitar ciertos cuestionamientos internos; lo que les permitiría realizar inversiones que resulten impopulares en el corto plazo, pero que sean consideradas ventajosas en el futuro para los hacedores de política.

Sin embargo, la falta de elecciones libres o el mayor margen de maniobra interno, no implica que los gobiernos no deban lidiar con cuestionamientos internos, el descontento social o trabas burocráticas a determinadas inversiones. En este aspecto, las reprensiones surgidas internamente, principalmente relacionadas con la incongruencia que surge de invertir millones de dólares en el mundo desarrollado cuando existen grandes necesidades socioeconómicas y productivas a nivel doméstico, también son una variable a tener en cuenta a la hora de la toma de decisiones.

Capítulo III. Efectos de los FSR sobre Estabilidad Financiera

III.1. *Principales críticas a los FSR*

El crecimiento de los FSR y su exposición internacional ha generado diversas controversias. Por un lado, el temor que emanan los mismos se asocia al hecho de que en definitiva éstos administran abundantes sumas de fondos públicos, los cuales podrían ser utilizados para socavar la seguridad nacional de los países receptores. Es decir, existe el temor de que estos nuevos actores internacionales no se encuentren impulsados por una lógica meramente económica.

En este sentido, las críticas que se expondrán a continuación podrían enmarcarse dentro de la perspectiva del realismo estructural. Como fue expuesto en el primer capítulo, esta teoría sostiene que los Estados que formaron FSR persiguen un objetivo político estratégico y no están precisamente impulsados por incentivos económicos. Bajo este escenario, la creación de los FSR por países en desarrollo son intentos de rebalancear el poder de los países más poderosos, a través del incremento de las capacidades de los Estados creadores de los FSR.

Un punto de criticidad se relaciona con la *transparencia*. En este aspecto, se puede esgrimir que podría resultar inquietante para el país receptor carecer de información sobre el fondo inversor, siendo que se trata de grandes sumas de dinero en manos de un Gobierno extranjero. Ello se debe a que no se considera al FSR como cualquier otro inversor, es decir como un agente maximizador de beneficios, sino que sus intenciones pueden esconder motivaciones político-estratégicas.

Un claro ejemplo se observaría en el caso de que un FSR adquiriera el control de sectores estratégicos o críticos para la seguridad nacional. En este sentido, los mismos podrían sabotear firmas o amenazar con la descapitalización de alguna industria en particular donde ejerzan ese control. En definitiva, el hecho de que los FSR controlen sumas multimillonarias, los habilitaría a ejercer un trascendental poder de lobby.

En segundo lugar, los FSR carecen de un sistema de *fiscalización* que concuerde con lo establecido en otras instituciones financieras públicas o privadas. En el caso de empresas

del sector privado, es el inversor quien ejerce el control y fiscalización sobre las operaciones que se realizan. Asimismo, en el caso de otras instituciones de raíz estatal, existen procedimientos que garantizan cierta prudencia en el manejo de los fondos públicos. Por el contrario, los FSR carecen de un sistema de control efectuado por alguna contraparte interna (salvo casos excepcionales, como podría ser el Fondo de Pensión Gubernamental de Noruega, el cual requiere de numerosos cambios parlamentarios para modificar sus estrategias de inversión).

En lo que a esto último respecta, la transparencia y publicación de información podría ser útil para que el Estado receptor redujera su aversión a las inversiones que provengan de los FSR, ya que estaría actuando como un agente fiscalizador de las mismas. Sin embargo, hay Estados que se manifiestan reacios a la exposición de información y prefieren escudarse en valores culturales o de tinte político-estratégicos para con el control interno y la divulgación de datos de los FSR (como es el caso de China).

Como última reflexión, aún si los FSR estuvieran motivados por el incentivo económico de maximizar beneficios, una crítica se podría centrar en su capacidad potencial – dadas las cuantiosas cantidades de recursos que poseen - para desestabilizar mercados, incrementar la volatilidad financiera, o generar distorsiones económicas severas; lo que, como menciona Drezner, podrían llevar a *“amenazar el orden económico liberal existente”* (Drezner 2008).

III.2. La evidencia sobre las inversiones de los FSR

En cuanto a las inversiones, desde la perspectiva que se ha optado seguir en el presente trabajo, se entiende que los Estados no tienen como objetivo el “no desarrollo” de sus economías, sino que, por el contrario, todos ellos desean incrementar sus capacidades. Sin embargo, cabría plantear la hipótesis de que cada Estado apunta al desarrollo de sus capacidades asociado a su necesidad de incrementar su poder relativo interestatal en un contexto anárquico o bien, la hipótesis que el Estado sigue, desde una posición proactiva, el desarrollo económico como objetivo final.

Para analizar esta disyuntiva, resultaría útil evaluar la evidencia empírica existente. En este sentido, es importante analizar si existen datos fácticos que prueben que los FSR han invertido sus recursos en activos que tienden a incrementar su poder relativo - por ejemplo a través de la adquisición de activos en sectores clave para la seguridad nacional de otro

Estado más poderoso -; o si los mismos son solo una variable que tiene como fin el desarrollo económico per se.

Dado que se carece de datos de cada uno de los FSR que permita generar información agregada, se expondrán hechos estilizados sobre las inversiones que efectuaron los FSR más importantes en términos generales. Es decir, que no todos los FSR han invertido siguiendo los patrones que se expondrán a continuación; sin embargo, si se podrá ver reflejado una conducta general de los mismos.

- Como fue mencionado anteriormente, los FSR que invierten en activos externos, tienen usualmente un horizonte temporal largo. Es por ello que usualmente sus inversiones se centran en activos de mayor rentabilidad y riesgo. De acuerdo a los datos publicados por el *Institutional Investor's Sovereign Wealth Center*¹⁶, las inversiones directas de los FSR entre el 2002 y el 2012 se estimaron en unos US\$ 450 mil millones.

Gráfico 12: Inversiones Directas de los FSR

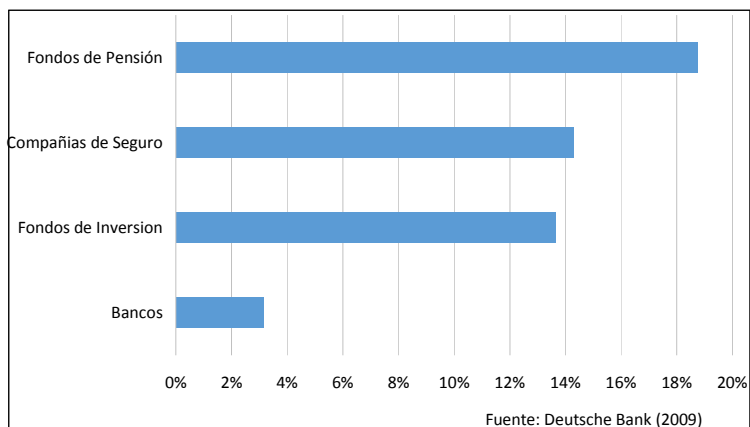


- Si se analiza los activos de los FSR en relación a otros fondos e instituciones financieras, se puede concluir que, si bien se trata de una cuantía importante de recursos, *en el mercado financiero internacional juegan un rol limitado*. Es decir, los activos que manejan los FSR representan el 1/32 de los activos que administran los Bancos, equivalen 1/7 de los Fondos de Inversión, y solamente 1/6 de los Fondos de

¹⁶ <http://www.sovereignwealthcenter.com/>

Pensión. Sin embargo no quita que, como fue mencionado anteriormente, represente una suma muy significativa de recursos para los países emergentes.

Gráfico 13: FSR en relación a otras instituciones privadas

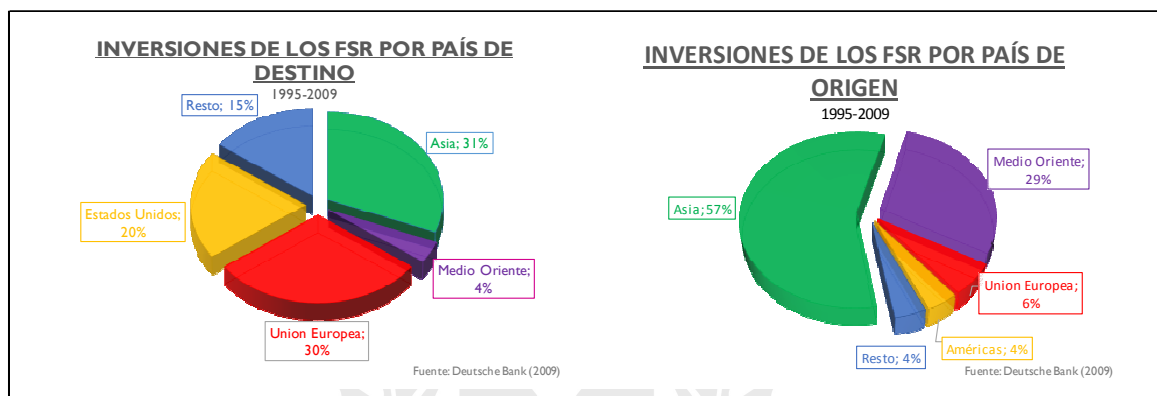


- Por otra parte, Christopher Balding (2008) analizó el portafolio de algunos de los FSR más grandes (por ende más representativos), y concluye que sus inversiones se caracterizan por reflejar una *preferencia doméstica o a lo sumo regional*. En consecuencia, las inversiones directas en el exterior representarían una participación poco significativa de alrededor del 10% de la totalidad de los activos que administran los FSR¹⁷, en comparación con inversiones domésticas u otras inversiones extranjeras (inversión de cartera). Chhaochharia and Laeven (2009) han analizado empíricamente la asignación de recursos de los FSR y han concluido que éstos tienden a invertir en países con los que comparten características culturales (especialmente religión), lo que implica que sus inversiones están inducidas hacia lo que les resulta familiar.
- Según la información publicada por el Deutsche Bank Research (2009), los principales destinos de las inversiones en el exterior de los FSR entre 1995 y 2009 correspondieron a la región Asiática (31%), la Unión Europea (30%) y Estados Unidos (20%). Dentro de la Unión Europea, Gran Bretaña recibió inversiones por casi

¹⁷ Este porcentaje surge de un cálculo aproximado teniendo en cuenta la información publicada por el Sovereign Wealth Center y el SWF Institute.

la mitad de los fondos que se dirigieron a la región. Asimismo, los FSR provinieron principalmente de Asia (57%, con preponderancia China), y del Medio Oriente (29%).

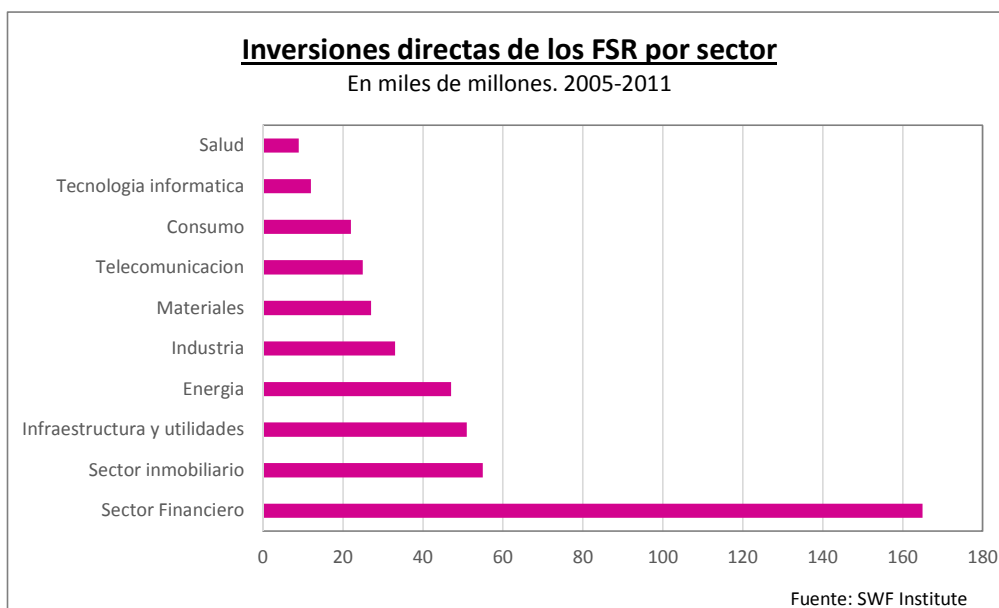
Gráfico 14: Inversiones de los FSR – País de origen y destino



- En cuanto a la distribución sectorial, si consideramos el periodo 2005 al 2011, el sector financiero resultó ser el predilecto de los FSR. Esto último se intensifica en la crisis del 2007-2008¹⁸. Cabe destacarse, que las *inversiones que se realizaron en el sector de Defensa o en empresas de alta tecnología*, sectores críticos en cuanto atañe a la Seguridad Nacional, *han resultado insignificantes*.

¹⁸ El análisis de los FSR y el Sector Financiero será ampliado en la próxima sección.

Gráfico 15: Inversiones directas de FSR por sector económico



- En lo que respecta a su comportamiento en el mercado financiero internacional, los FSR todavía no han mostrado estrategias generales de inversión de sus recursos en forma muy diferente de otras grandes instituciones financieras, tales como los Fondos de Pensión o Fondos de Inversión. En este sentido, estas últimas también buscan mayores retornos y tienen una tolerancia al riesgo elevada; lo que indicaría que los FSR *no actúan en forma más riesgosa que otras instituciones* financieras. Avendaño y Santiso (2009) efectuaron una comparación entre los FSR y otros inversores institucionales y concluyen que, en cuanto a la asignación geográfica de recursos, se observan más similitudes que diferencias.
- Como fue mencionado anteriormente, *las estrategias de inversión están usualmente determinadas por el tipo del Fondo Soberano*, ya que de ello dependerá el objetivo del fondo, la tolerancia al riesgo, la liquidez, la tasa de retorno, etc. Por ejemplo, los Fondos Estabilizadores tenderían a invertir en activos de más corto plazo y menor riesgo que los Fondos de Ahorro.
- En el mismo sentido, *los instrumentos financieros* que usualmente prefieren los FSR se encuentran *relacionados con las particularidades de cada país*; lo que a su vez condujo a que se creen distintas clases de FSR. Por ejemplo, en el caso de los FSR asociados a commodities, y cuyas economías son muy dependientes de la evolución

de los mismos, una asignación de sus recursos en forma estratégica implicaría adquirir bonos de largo plazo, dado que la renta fija permitiría reducir la volatilidad de ingresos. Por el contrario, para países importadores de petróleo, como por ejemplo China, la mejor estrategia sería adquirir activos cuyo precio se encuentre inversamente correlacionado con la evolución del precio del commodity del que se depende; tales como acciones de industrias particulares, o futuros que repliquen la evolución del commodity y permitan cubrir el riesgo de precio. Por ende, este tipo de instrumentos brinda cierta estabilidad a la curva de costos internos.

- Al mismo tiempo, los FSR *no han reflejado un nivel muy elevado de apalancamiento* en sus inversiones (Drezner 2008, 5), lo que representa un comportamiento algo diferente de lo que habitualmente se observa en las grandes instituciones privadas que participan en el mercado financiero internacional. Esta conducta de atar activos con pasivos es típica de inversores que se manejan con altos grados de tolerancia al riesgo, lo que ha quedado en evidencia en la crisis subprime de Estados Unidos, cuando se iniciaron las turbulencias financieras y cayeron grandes inversores privados que se encontraban fuertemente apalancados; generando un efecto dominó que concluyó en un quiebre de la cadena de pagos. Como contraparte, al no tener elevados índices de apalancamiento en sus inversiones, difícilmente los FSR podrían ser acusados de ocasionar una crisis financiera internacional.
- En lo que respecta a las compras internacionales de grandes empresas que operan en occidente, no se verifica una tendencia que refleje un interés de los FSR en tomar el control total de las mismas. Para Fotak, Bertolotti y Megginson (2008) los FSR *casi siempre adquieren participaciones minoritarias en empresas determinadas*, teniendo en cuenta que la mitad de esas inversiones se destinan a empresas que no cotizan en bolsa. Cabe aclarar que si se toman las inversiones de los FSR en determinadas empresas que si lo hacen, el porcentaje de FSR que han adquirido una participación por encima del 20% se elevaría a 62% (Deutsche Bank Research 2009); sin embargo, cabe recalcar nuevamente que se trata de inversiones efectuadas en empresas puntuales, lo que determinaría una evaluación más minuciosa para determinar si existe una real tendencia.

III.2.a. FSR en el sector financiero

Como ha sido mencionado anteriormente, el sector financiero ha resultado el predilecto foco de inversión de los FSR. En este aspecto, desde el año 1999 al año 2011, el mismo ha sido beneficiado con más de US\$ 200 mil millones provenientes de los recursos que administran los FSR. Cabe destacarse que gran parte de este financiamiento se concentró en el periodo 2007-2008, en el auge de la crisis *Subprime*; y particularmente en los Estados Unidos y en el Reino Unido.

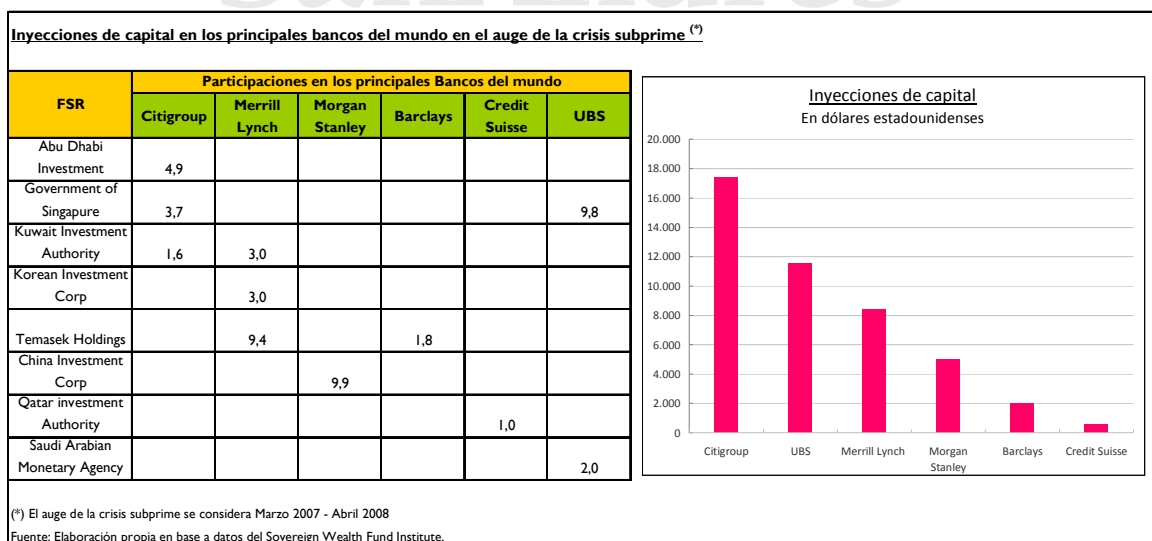
Esta preferencia de los FSR sobre el sector bancario también puede ser explicada por cuestiones de índole económica financiera. En primer lugar, el momento en el que se realizaron la mayor parte de las inversiones en el sector bancario- la crisis subprime- forma parte de una decisión económica racional. Ello se explica por una confluencia de los siguientes factores:

- **la disponibilidad de fondos que manejaban los FSR** en dicho momento,
- **la rentabilidad de las inversiones del sector previo a la crisis** resultaban sumamente atractivas: se verificaron retornos de dos dígitos tanto en la Comunidad Europea como en Estados Unidos en el año previo a la crisis. Incluso durante los primeros momentos de la crisis, no se redujeron las expectativas de crecimiento y rentabilidad de algunos bancos más importantes.
- **Los bajos precios de las acciones**, lo que resultó un contexto sumamente atractivo para aquellos inversores que poseen un horizonte de inversión de largo plazo y no están sujetos a necesidades inmediatas de liquidez.
- **Las oportunidades estratégicas para establecer relaciones de negocios** con grandes instituciones financieras, lo que se traduciría en beneficios futuros teniendo en cuenta las limitantes de los mercados financieros domésticos.
- **Los beneficios en términos de reputación de los FSR**, que permitan reducir los prejuicios y temores las actividades realizadas por los mismos.

Existen estudios empíricos sobre la actividad de los FSR en el sector financiero como el efectuado por Anderloni y Vandoni (2012), quienes analizaron la performance de 27 bancos grandes del mundo durante el período 2005-2011, en donde los FSR adquirieron más del 2% de participación. Mediante este estudio, los autores concluyeron que, al igual que en sus otras inversiones, las participaciones tendieron a ser minoritarias. No obstante, debido a la baja concentración de inversores, característica propia del sector, y a las abultadas sumas de recursos provistos por los FSR, las pequeñas participaciones adquiridas por éstos fueron suficientes para que fueran considerados entre los inversores más grandes. Por último, cabe destacarse que el análisis concluye que los bancos que fueron financiados con recursos de los FSR, no se desarrollaron de forma sustancialmente diferente que aquellos que no recibieron esa inyección de fondos.

Con relación a lo último, de acuerdo a las estimaciones efectuadas por el *Sovereign Wealth Fund Institute*, los principales bancos del mundo recibieron fondos por casi US\$ 45 mil millones en el peor momento de la crisis Subprime. Sin embargo, las participaciones que adquirieron los FSR más grandes en éstos bancos, en ningún caso superaron el 10%. Esto se explica principalmente porque en algunos países, como es el caso de los Estados Unidos, ese porcentaje es el límite a partir del cual los inversores están sujetos a la aprobación de los organismos de control pertinentes y a la posterior supervisión por parte de los mismos.

Gráfico 16: Los FSR como rescatistas de principales bancos del mundo



En definitiva, si bien existe una amplia literatura empírica que demuestra que los bancos que contaron con el financiamiento de los FSR no mejoraron su performance financiera en el mediano plazo, lo cierto es que sus inversiones si han permitido recapitalizarlos. En este sentido, las inyecciones de capital de los FSR a los bancos han contribuido a reforzar los niveles de adecuación a las regulaciones que deben cumplir los bancos respecto a los requisitos de capitales mínimos¹⁹.

Se debe tener en cuenta que el periodo crítico puede ser caracterizado como un escenario de “trampa de liquidez”, lo que significa que las inyecciones de fondos que efectuaron las autoridades monetarias de los países desarrollados y las reducciones de la tasa de interés resultaban inefectivas para estabilizar el sistema financiero. Esto se explica debido a que cuando los bancos comenzaron a registrar pérdidas, el capital rápidamente cae a los niveles mínimos regulatorios, con lo cual se hace necesario incorporar más capital. Sin embargo, ante un contexto de caída en el valor de las acciones, muchos inversores desconfían y restringen sus capitales. Por lo tanto en este periodo de suma tensión, se conjugó el interés de muchas instituciones financieras necesitadas de fondos, con la aversión a tomar riesgos de los inversores. Es por ello que al proveer de capital a las entidades bancarias, los FSR actuaron como ‘colaboradores’ en la mitigación de los efectos de la crisis.

Se puede concluir que las inversiones al sector bancario por parte de los FSR estuvieron impulsadas por cuestiones de índole económica financiera, ya que aprovecharon circunstancias coyunturales que los favorecieron. Asimismo, una vez más se debe recalcar que no sólo no se ha tomado el control en las instituciones en las que invirtieron sino que tampoco han contribuido a realizar movimientos desestabilizadores de índole financiero.

III.3. FSR y la estabilidad financiera internacional

Como se mencionó previamente, los FSR han recibido mucha atención a nivel internacional por los potenciales riesgos que implicaría que gobiernos extranjeros adquiriesen un rol clave en la economía de otro país. Sin embargo, se le ha otorgado poco énfasis a uno de los principales beneficios potenciales que conlleva la atracción de los FSR, como es el ser un importante proveedor de liquidez.

¹⁹ Para entender mejor este punto se debe tener en cuenta los bancos deben cumplir ciertos criterios de adecuación de capitales. Estos criterios internacionales o buenas prácticas sobre el capital regulatorio que debe tener cada banco en cada país son definidos a nivel internacional en los Acuerdos de Basilea.

Cabe aclararse que este concepto de liquidez resulta sumamente trascendente, dado que ello implica que, cuanto más líquido resulte un activo financiero, más fácil resulta desprenderse del mismo, dado que existen una variedad de compradores y precios más competitivos. Por lo tanto, la liquidez es una condición fundamental para un mayor y mejor desarrollo de los mercados de capitales.

En términos generales, los mercados de capitales son componentes importantes del sistema financiero local y juegan un rol clave en el crecimiento económico de un país, ya que ofrecen financiamiento a la inversión. Un bajo grado de desarrollo del mercado de capitales restringe las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo, por lo que la inversión se encontrará limitada a la disponibilidad de recursos de las empresas o del conjunto del sistema bancario. (Manuelito, Jiménez 2010)

Por lo pronto, queda claro que en tanto los FSR participen en los mercados de capitales extranjeros, ofrecerán al país receptor mayor liquidez. Si tenemos en cuenta a los países en desarrollo, el influjo de capitales resulta sumamente beneficioso; más aun teniendo en cuenta que estos se encuentran usualmente ávidos por incrementar el tamaño de sus mercados financieros locales.

Por otra parte, existen diversas otras inquietudes relacionadas con cuestiones que atañen a la estabilidad financiera internacional. En este sentido, resulta preocupante tanto que un FSR invierta en determinado activo, como su desinversión. Para esto se deben tener en cuenta fundamentalmente dos cuestiones:

- En primer lugar, los FSR son inversores que tienen que manejar sus portafolios con prudencia para preservar su propia liquidez y solvencia. Por lo tanto, sus estrategias de inversión suelen estar predefinidas en cuanto a la adquisición de determinados activos y al manejo del riesgo, incluyendo determinados límites al apalancamiento.
- En segundo lugar, y tal como fue mencionado anteriormente, los FSR no tienen en general que atender objetivos de corto plazo, lo cual los habilita a tolerar caídas circunstanciales o momentáneas del precio de los activos con los que forman sus portafolios.

Este último aspecto resulta crucial, ya que si tenemos en cuenta que su horizonte de inversiones es de largo plazo, los mismos no tienen la necesidad de liquidar los activos

inmediatamente cuando bajan abruptamente de precio; lo que implica que no necesariamente desestabilicen aún más el valor de una acción que esta perdiendo rápidamente su valor. Este escenario marca una diferencia importante respecto a otros inversores, como es el caso de los *Hedge Funds*, ya que estos últimos suelen ser más oportunistas y difícilmente mantengan en su cartera un activo que disminuya su valor repentinamente.

Sin embargo, al igual que para el resto de los inversores, en las decisiones de inversión - como de desinversión -, la influencia sobre el precio de una acción depende del tamaño de su participación, el monto o la estructura de la transacción en particular que realizan, entre otros. Como ejemplo, cabe mencionarse que, desde 1995 al 2009, se han liquidado una fracción de sus activos por aproximadamente unos US\$ 46 mil millones (Deutsche Bank Research 2009). Este último contexto nos permite concluir que los FSR no son pasivos inversores que tolerarían mantener activos en proceso de desvalorización, dado que de lo contrario, constituiría una actitud desestabilizante debido a que proporciona señales erróneas al resto del mercado.

En el mismo sentido, la volatilidad en el precio de un activo se vería influida negativamente si se imita la actitud de un participante importante del mercado, que por motivos particulares actúa en una dirección contraria al resto de los participantes del mercado. Esto ocurriría si se considera que el gran inversor cuenta con alguna información valiosa que lo lleva a comportarse de esa forma particular, y por ello decidan imitar su comportamiento. Por lo tanto implicaría un problema de asimetría de información en los mercados; lo que significa que, en tanto exista un participante con más información que otro, el mercado no lograría nunca funcionar adecuadamente.

III.4. FSR como prestamistas de última instancia para el mercado domestico

Las inversiones extranjeras no son la única opción que disponen los FSR. En este sentido, H. Raymond (2010) explica que los FSR funcionan también como prestamistas o accionistas de última instancia para el mercado doméstico.

En realidad el concepto de prestamista de última instancia se asocia a los bancos centrales de cada país, ya que son éstos son los que financian a las entidades bancarias ante situaciones transitorias de iliquidez. Además, justamente las inversiones de los FSR suelen

tener un horizonte temporal largo, por lo cual manejan activos ilíquidos que no cuentan con la disponibilidad ante situaciones de crisis repentina. Sin embargo, frente a una crisis sistémica a nivel mundial, las intervenciones de los bancos centrales pueden resultar insuficientes. Por lo tanto, en situaciones límite, recurrir al uso fondos a partir de la coordinación de las distintas esferas de la política pública, puede ser de gran utilidad para el gobierno de turno.

Como fue mencionado previamente, a partir de la crisis *Subprime* y la caída de Lehman Brothers en el año 2008, muchas entidades bancarias se encontraron en dificultades y con la necesidad de incorporar importantes flujos de capital. En este aspecto, algunos FSR invirtieron sus fondos abiertamente en la recapitalización de los bancos de sus propios países, como ha sido el caso del CIC (China Investment Corporation).

El CIC fue creado en el año 2007 con el objetivo de mejorar el rendimiento de los activos externos que acumulaba China en sus Reservas Internacionales. Sin embargo, a partir del colapso financiero post Lehman Brothers, se generaron importantes pérdidas en las acciones en cartera del fondo (particularmente la mala performance de las inversiones en el Grupo Blackstone, en donde el valor de las acciones se redujo en hasta 2/3 del precio inicial; como así también del Banco Morgan Stanley, con pérdidas de hasta el 80%). A partir de aquel suceso, sobrevinieron fuertes críticas internas que concluyeron en un cambio en la estrategia de inversión del fondo. El CIC paso de efectuar únicamente inversiones en el exterior a rescatar bancos chinos a través de la compra de acciones en el mercado bursátil local, como por ejemplo el *Industrial and Commercial Bank of China*, el *Banco de China* y el *Banco de Construcción Chino*. Más aún, incluso salió al rescate de otras instituciones financieras no bancarias como el *International Far Eastern Leasing Company* (Raymond 2010, 6).

En cuanto a este último punto, la compra de acciones de entidades financieras se justifica principalmente por el hecho de que si los bancos cierran sus puertas, pueden generar una restricción en el crédito que acabe en una crisis sistémica en el sector real. Sin embargo, a partir de la última gran crisis financiera global, los FSR no sólo recapitalizaron entidades financieras, sino también a empresas del sector privado. La justificación del fondeo de las mismas con dinero público resulta cuestionable, ya que implica rescatar una compañía particular en determinado momento - usualmente aquellas con gran poder de lobby -, y dejar

que otras quiebren. Pero por el contrario, hay quienes sostienen que, en ciertas ocasiones, rescatar a las entidades bancarias no es suficiente para evitar una crisis en la economía real; por cuanto el Estado debe intervenir para evitar una bancarrota colectiva corporativa que tenga negativamente sensibles efectos colaterales multiplicadores para con el resto de la economía.

Por citar otro ejemplo, Rusia poseía un fondo estabilizador llamado *Oil Stabilization Fund*. Sin embargo, a raíz de la crisis financiera global, en el año 2008 dividió el mismo en dos de distinto tipo: El *Reserve Fund* - que continuó con el legado estabilizador - y el *National Welfare Fund*, el cual pasó a ser un fondo de ahorro. Mientras el primero realiza inversiones más conservadoras y únicamente en activos externos; el segundo tiene un mayor margen de tolerancia al riesgo y puede invertir en instrumentos financieros de las corporaciones del sector privado. Producto de la intensificación de la crisis, este último también optó por participar en la compra de acciones de empresas rusas con el fin de estabilizar el mercado bursátil doméstico.

Otro caso interesante es el Government of Singapore Investment Corporation (GIC), un FSR diseñado para la recuperación económica ante situaciones de emergencia. En el año 2009, los recursos de este fondo fueron rápidamente utilizados para confrontar la recesión económica en la que se vio inmerso el país producto de la crisis mundial; sobre todo a través del fomento del empleo y la inversión.

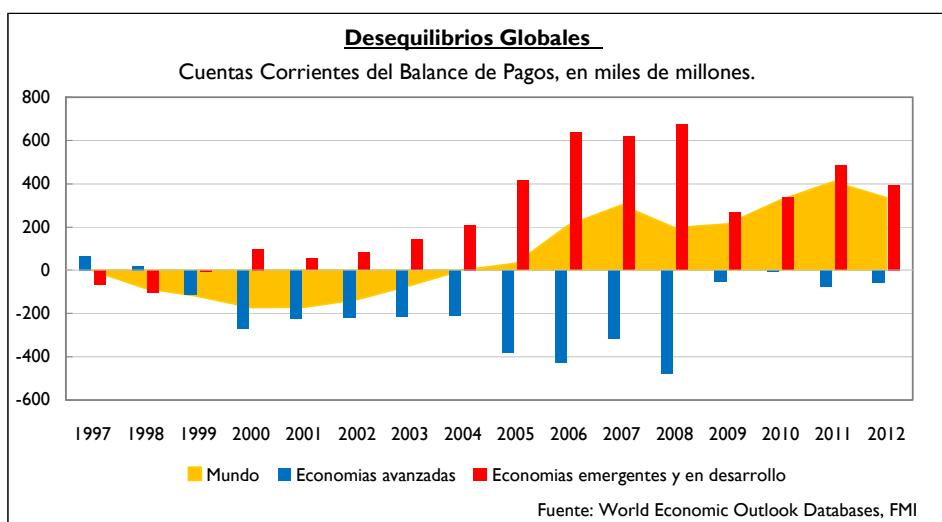
III.5. FSR y los desequilibrios globales

La acumulación de grandes desequilibrios globales previos a la crisis ha sido foco de atención para quienes avizoraban profundos ajustes. Si bien estos desequilibrios se evidenciaron en la gran crisis de 2007-2008, aún siguen configurando el funcionamiento de la economía mundial.

El concepto de “desequilibrio global” se asocia a elevados y persistentes déficits de Cuenta Corriente, particularmente en Estados Unidos y otras economías avanzadas, financiados con el excedente de las economías en desarrollo. En este sentido, la evolución económica de los últimos años reflejó un fuerte crecimiento de las economías en desarrollo -principalmente de China-, quienes siguieron modelos económicos basados en el crecimiento de sus

exportaciones. Por otro lado, los países desarrollados sostenían esta demanda de exportaciones con consecuentes déficits comerciales y de Cuenta Corriente, los cuales terminaron siendo financiados con las inversiones de los activos de reserva que fueron acumulando los países en desarrollo.

Gráfico 17: Los desequilibrios globales en la economía internacional



Este flujo de capitales de las economías emergentes y en desarrollo hacia las avanzadas resulta paradójico desde el punto de vista de la teoría económica clásica. Según esta última, el capital debería fluir hacia las economías menos desarrolladas, donde el factor capital es escaso y por ende rinde mayores retornos marginales por unidad de inversión. Sin embargo, dado que en estas economías existen riesgos de diversa índole que se traducen en mayor inestabilidad financiera y exposición, el inversor tiende a invertir en países desarrollados con menores retornos pero más consistentes (configuración conocida como la “Paradoja de Lucas”²⁰). Por ello, no es de extrañar que en cuantiosas ocasiones, los países en desarrollo inviertan sus Reservas Internacionales en instrumentos financieros emitidos por los países desarrollados y/o en la moneda de esos países.

No obstante, en forma posterior a la crisis se puede apreciar una reversión parcial de la Paradoja de Lucas, ya que algunos de los países en desarrollo, como por ejemplo Brasil, han

²⁰ Robert Lucas, nacido en 1937, es un economista norteamericano que recibió el Premio Nobel de Economía en 1995 por sus contribuciones respecto de la Teoría de Expectativas Racionales.

reducido su exposición a las fluctuaciones globales y al riesgo de crédito en las etapas contractivas del ciclo económico. Como consecuencia, este escenario ha impactado en las estrategias de inversión de los FSR, quienes en línea con la búsqueda de mayores rentabilidades y tolerancia al riesgo, han optado por redirigir parte de sus recursos hacia las economías menos desarrolladas. (Zamarioli 2012).

Por otra parte, la proliferación de los activos soberanos contribuyó a exacerbar los desequilibrios globales, sin que ello implique causalidad respecto del surgimiento de la crisis. Ello se evidenció a partir de la gran liquidez global, influido en parte por las bajas tasas de interés, que fomentó un '*estado de bonanza*' sin un apropiado control e identificación de los riesgos asumidos, junto con la expansión de una serie de instrumentos financieros - como los derivados financieros -.

La acumulación de activos externos soberanos por parte de los países en desarrollo no es una tendencia aislada, sino que se relaciona con un proceso de integración financiera; por lo tanto, la crisis global y la inestabilidad financiera han repercutido en las decisiones de política económica de los mismos. Particularmente los países en desarrollo optaron por auto preservarse mediante la acumulación de Reservas Internacionales primero y luego mediante la creación de FSR. Al mismo tiempo, los países que se beneficiaron con el boom de los commodities han optado por preservar parte de esos retornos aplicando políticas contra cíclicas y por evitar los efectos de un recalentamiento económico y de la enfermedad holandesa.

Este comportamiento puede ser entendido como una conducta racional en términos de cada país individualmente, ya que permite incrementar la autonomía macroeconómica frente a un sistema que carece de medidas colectivas efectivas ante una crisis de Balanza de Pagos. Sin embargo, cabe destacarse que la respuesta individual de cada país frente a la liberalización de capitales, no puede considerarse óptima desde un punto de vista global. Por un lado y como ya ha sido mencionado, la política de acumulación de reservas acarrea diversos costos internos. Por otro lado, para el mundo en su conjunto las fallas de coordinación se traducen en desbalances globales y por ende en inestabilidad económica.

Dentro de este complejo escenario, los FSR per se son un claro reflejo de los desequilibrios globales; ya que si los países en desarrollo no lograsen acumular superávits de Cuenta Corriente, se derribaría cualquier argumento para crear o mantener un FSR.

III.6. Proteccionismo del mundo desarrollado

El gran temor de los países desarrollados frente a la adquisición o control de sectores claves en sus economías por parte de gobiernos extranjeros, ha llevado a éstos a introducir o incrementar el marco legal sobre las inversiones que pueden realizar los FSR (sobre todo determinadas industrias estratégicas).

Para comenzar, cabe destacarse que las inversiones extranjeras se encuentran reguladas en todos los niveles; ya sea tanto bajo el marco nacional, como el regional e internacional. Por un lado, los países regulan internamente el acceso al mercado doméstico de la inversión extranjera a través de sus leyes nacionales. Asimismo, los Tratados Bilaterales de Inversión (BITs) y los Acuerdos Comerciales de Integración Regionales incluyen capítulos que protegen determinadas industrias - aunque también protegen al inversor de posibles actitudes discriminatorias en el país receptor - . Con menor éxito, a nivel multilateral existen escasas reglas en la OMC como parte de los TRIM (Trade- Related Investment Measures) y el GATS (General Agreement on Trade in Services).

En definitiva, no existen normas internacionales donde los Estados se encuentren obligados a recibir a los inversores extranjeros. Por lo tanto, si bien es cierto que se ha evidenciado una proliferación de Acuerdos Bilaterales de Inversión, éstos en general excluyen sectores claves como el de defensa o de tecnología sensible, con el objeto de que no se vea afectada su seguridad nacional.

En los Estados Unidos por ejemplo, existe el denominado *Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*, organismo encargado de revisar las propuestas de inversiones en industrias sensibles de la economía. Este comité es un mecanismo para que distintas dependencias gubernamentales analicen las propuestas y emitan conjuntamente la decisión de aprobación o no de una inversión en particular, ya sea de una corporación o de un FSR. Mecanismos similares de control se verifican en otros países, tales como Alemania y Francia.

Sin embargo, el efecto potencial negativo de la publicidad que se asocia a una investigación del CFIUS ha llevado a distintos inversores a retractarse. Desde el año 1990, casi la mitad de las transacciones que el CFIUS investigó han concluido con el inversor retractándose por temor a enfrentar las consecuencias de un posible veredicto negativo del comité. Por ejemplo, la *China National Oil Company* - una empresa pública del gigante asiático - decidió

retirar su oferta de adquirir Unocal Oil Company en 2005 para prevenir una investigación del CFIUS.

También existe el temor del inversor extranjero de que se modifiquen las regulaciones una vez que la inversión ya fue efectuada. Esto resulta particularmente perjudicial para cualquier inversor; teniendo en cuenta que el mismo, habiendo ya acarreado los costos de la inversión, pueda ver modificada sus expectativas de retorno. En este sentido, es útil mencionar el caso del FSR *Kuwait Investment Office*, con inversiones en la *British Petroleum Company*, una de las tres compañías petroleras más grandes del mundo. Cuando su participación en la empresa alcanzó el 21,68%, el *Monopolies and Mergers Commission* del Reino Unido, determinó que podía afectar los intereses públicos y obligó al fondo a reducir su participación a menos del 10%, lo cual se tradujo en importantes pérdidas para el inversor²¹.

Este tipo de reacciones no son propias solo de occidente; por ejemplo, el FSR *Temasek Holdings de Singapur*, mantenía a través de sus unidades de negocios participaciones en las más importantes empresas de celulares de Indonesia. Como consecuencia en noviembre de 2007, la agencia antitrust de Indonesia determinó que Temasek habría incurrido en prácticas monopólicas y seguido un comportamiento anti-competitivo en dos empresas de telecomunicaciones indonesas -Telkomsel e Indosat- a través de las subsidiarias mediante las cuales ejercía control. En consecuencia, el tribunal falló que Temasek debía vender sus participaciones en alguna de ambas empresas, efectuar reducciones tarifarias de Telkomsel en un 15%, el pago de multas por algo más de US\$ 35 millones²².

Por último, el caso más peculiar resulta el de Francia, en donde luego del agravamiento de la crisis se decidió crear en noviembre de 2008 un FSR – *Le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI)* –, diseñado para la recapitalización de empresas que operaban en el país. Sin embargo, el objetivo principal real era protegerlas de la toma de control por parte de empresas extranjeras. Por lo tanto, en la práctica, el FSI proveyó de capital a empresas francesas de distinto tamaño y diversas líneas de negocios, sin admitir públicamente una discriminación en términos de afectación o no la seguridad nacional o del interés público. (Raymond 2010).

²¹ <http://www.nytimes.com/1988/10/05/business/britain-acts-to-force-kuwait-to-lower-holdings-in-bp.html>

²² http://www.temasek.com.sg/documents/userfiles/files/kppu_qanda_09may.pdf

No obstante a lo expuesto, a pesar de la existencia de diversos mecanismos de protección al inversor extranjero, la mayoría de los instrumentos legales internacionales que pueden aplicarse a los FSR generan medidas de protección **contra ellos**, y no a favor de su actividad. (Efi Chalamish 2009). En la realidad, ningún marco legal termina de ser apropiado para cubrir las inversiones de los FSR.

Por ejemplo, en el caso de la OMC, si un miembro de la organización discrimina a un inversor extranjero que desea invertir en la provisión de un servicio, se debería enfrentar a los procedimientos de resolución de controversias de la OMC previstos en el GATT, fundamentándose en los principios de *Nación Más Favorecida* y *Tratamiento Nacional*. Estos principios abogan por la no discriminación del inversor extranjero; tanto en términos de otro par extranjero como de un inversor nacional.

No obstante, si se trata de un FSR intentando realizar una inversión en otro país, siendo ambos países miembros de la OMC, podría no beneficiarse de la protección al inversor extranjero arriba descrita. Ello se debe a que las reglas del GATT se aplican a inversores que mantienen una importante participación o control sobre la empresa que se intenta adquirir – lo cual es diferente de lo que usualmente suelen adquirir los FSR –, pero fundamentalmente por el hecho de que el acuerdo excluye a las inversiones en servicios efectuadas por gobiernos extranjeros. Más aún, los países se encuentran habilitados para crear una lista en donde se especifican los compromisos y las limitaciones que desean realizar. Por lo tanto, el GATT difícilmente sea un marco legal útil para las inversiones de los FSR. (Meeta 2012)

En el caso de los *BITs* o los *Acuerdos Comerciales Regionales* que incluyen capítulos de inversiones, los mismos suelen incorporar cláusulas de no discriminación a las inversiones extranjeras – *Cláusula de la Nación Más Favorecida*, *Tratamiento Nacional* y *Tratamiento Justo y Equitativo*. Los BITs en general definen un mecanismo de resolución de controversias por algún árbitro internacional, entre los cuales se destaca el *CIADI* (Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones).

Sin embargo, en los BITs se abarcan únicamente las inversiones realizadas por una persona física o una empresa, y no por un gobierno soberano. Asimismo, en la mayoría de los BITs se incluyen excepciones que se asocian al orden público y la seguridad nacional, lo que habilita al país receptor a imponer medidas proteccionistas en los casos que considere

necesario. En consecuencia y en tanto un FSR sea considerado como una entidad pública, los BITs tampoco resultan adecuados como marco legal para proteger abusos contra las inversiones de un FSR en el extranjero.

III.7. El problema de la transparencia

Una de las críticas más importantes que reciben los FSR es la falta de revelación de información. En este aspecto, el proteccionismo financiero en los países desarrollados podría ser reducido si se incrementase la transparencia de las operaciones de los FSR y la publicación de sus objetivos y estrategias de inversión, además de su gobernanza.

Para ello, existen diversos intentos por parte de los FSR para mejorar su imagen internacional en pos de evitar medidas proteccionistas de los países desarrollados. Es por ello que se conformó un Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión, coordinado por el FMI, que llevó a cabo una reunión en Santiago de Chile en el año 2008, donde se formularon una serie de *Principios y Prácticas Generalmente Aceptados* (PPGA) que se conocen como los *Principios de Santiago*, cuyo propósito fue el de constituir un conjunto voluntario de principios y prácticas²³, identificando un marco de aceptación generalizada que refleje correctamente estructuras adecuadas de gobierno y rendición de cuentas, además de normas de inversión prudentes y sólidas por parte de los fondos soberanos.

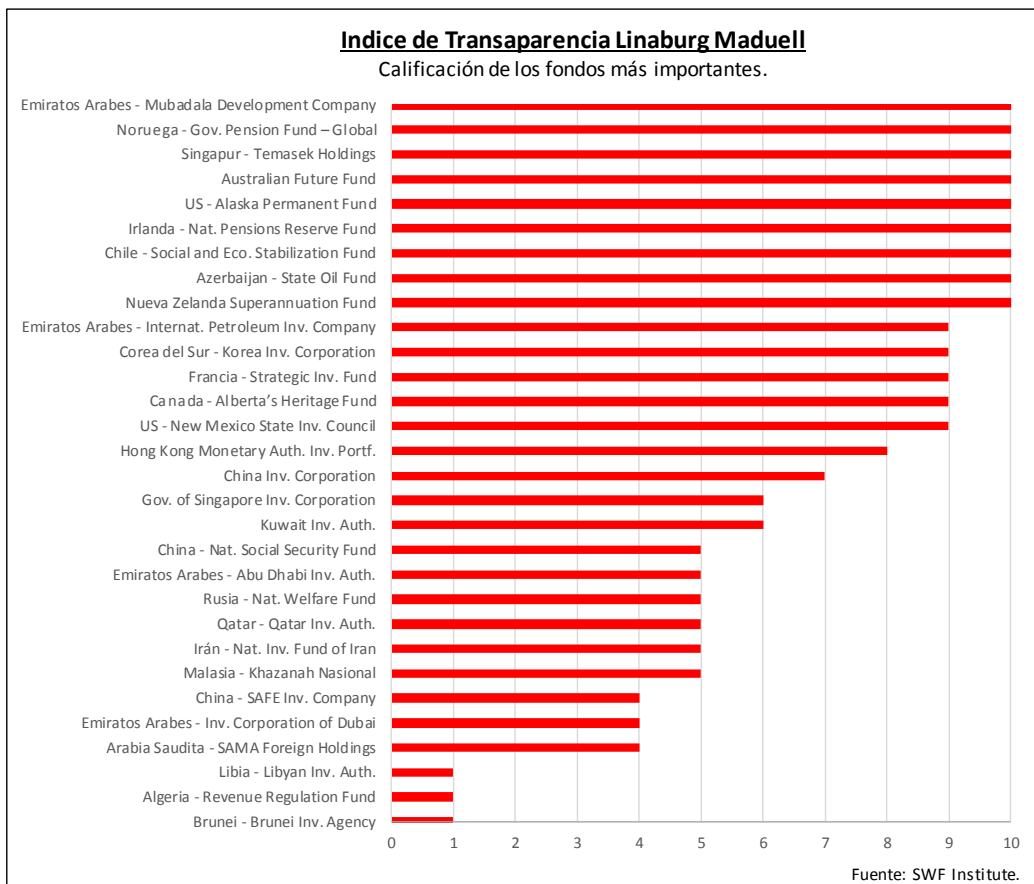
Por otra parte, existe actualmente un índice elaborado por Carl Linaburg y Michael Maduell para el SWF Institute, a partir del cual se elabora un ranking de transparencia de FSR. Básicamente, el índice implica una suma de hasta 10 puntos, en tanto que cada punto implica el cumplimiento de algún atributo, como por ejemplo, si publica información de los motivos de su creación, estrategias y objetivos, valor del portafolio, etc.²⁴

Bajo este marco, existen fondos como el de Noruega y Chile que son referidos a nivel internacional como el modelo a seguir en base a sus altos estándares de transparencia. En forma similar, existen otros fondos pertenecientes a países en desarrollo con altas calificaciones, tales como *Temasek Holdings* de Singapur o el *State Oil Fund* de Azerbaiján. En el siguiente gráfico se pueden observar un ranking con los FSR más grandes en términos de manejo de activos, con sus respectivos puntajes.

²³ Ver Anexo I: Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA).

²⁴ Ver Anexo II: Índice de Linaburg- Maduell

Gráfico 18: Indicadores de Transparencia de los FSR



No obstante, aún siguen existiendo fondos que administran importantes cantidades de activos pero que registran bajas calificaciones, como el *SAFA Investment Company* (China), el *Investment Corporation of Dubai* (Emiratos Árabes) y el *SAMA Foreign Holdings* (Arabia Saudita). Cabe aclararse que estos fondos pertenecen a países que cuentan a su vez con otros FSR con mejores calificaciones, lo que implica que el bajo puntaje no resulta una característica de un país, sino propia de cada fondo. En este sentido, mientras el *Investment Corporation of Dubai* es un FSR con bajo puntaje, el *Mubadala Development Company* se destaca por su alto nivel de transparencia, siendo ambos FSR pertenecientes a los Emiratos Árabes.

A partir de la aplicación de los PPGA, los FSR han incrementado su nivel de transparencia en los últimos años. Esta mejora no solo ha permitido incrementar sus posibilidades de inversiones en el extranjero, sino que además ha puesto en aprietos a los países

desarrollados que desean cerrar sus puertas a las inversiones de los FSR. En este sentido, el requerimiento de transparencia muchas veces puede ser utilizado como herramienta para frenar determinadas adquisiciones de activos nacionales por parte de inversores extranjeros, comportamiento que no se ampararía en el derecho internacional.

Por otro lado, se debe tener en cuenta que el llamado para incrementar la transparencia por parte de los países desarrollados o las instituciones en las cuales éstos últimos son predominantes, se dirige hacia los FSR pero no así hacia otros actores financieros importantes como los **Hedge Funds**. Estos últimos también administran portafolios abultados de activos financieros; pero a diferencia de los FSR, suelen comportarse en forma especulativa y con altos ratios de apalancamiento, lo cual implica que su operatoria puede resultar de alto riesgo para la estabilidad financiera internacional.

Finalmente, se debe recalcar que el hecho de que los FSR se traten de entidades pertenecientes a Estados Soberanos, y en tanto hagan uso de fondos públicos, podría generar un argumento suficiente para habilitarlos a ser más restrictivos respecto de la revelación de determinada información, de la misma forma que se acepta internacionalmente que los Bancos Centrales se ajusten a restrictivos principios de confidencialidad.

Con esto último no se intenta expresar que el persistente requerimiento de incrementar la transparencia es infructuoso para el mercado financiero global, sino que éste se debería aplicar a las distintas instituciones por igual. Si todos los actores financieros fueran transparentes y revelaran su información se evitarían las fallas de mercado relacionadas con la asimetría de información. Actualmente, en el mundo financiero se plantean múltiples casos de información asimétrica, es decir, cuando una parte cuenta con más información que otra en una transacción, lo cual conlleva a resultados ineficientes.

Capítulo IV. FSR Latinoamericanos

Si bien en los capítulos anteriores se expusieron explicaciones sobre los motivos que llevan a los países en desarrollo a crear FSR, este último apartado se focalizará particularmente en la creación de los mismos en Latinoamérica; esbozando principalmente la experiencia más exitosa - la chilena -, junto con la proveniente de la economía más importante de la región – como es Brasil.

Para comenzar, hay que resaltar que Latinoamérica ha sido tradicionalmente un proveedor de materias primas. Por ejemplo, la región contribuye con el 13% del petróleo de la producción mundial (Jimenez y Tromben 2006, 62). Asimismo, a pesar de que en distintos países de la región se han efectuado numerosos esfuerzos de diversificación productiva, en gran parte de ellos hay pocos bienes que mantienen una alta participación en el total exportado. Respecto a este último aspecto, cabe destacarse que Chile, México, Trinidad y Tobago, y Venezuela mantienen una participación en sus exportaciones totales de sus productos no renovables, superior al 20%. En promedio, la región sigue teniendo más de 50% de sus exportaciones vinculadas a las materias primas.

Es por ello que el movimiento de los precios de los commodities tiene un impacto sumamente significativo para las economías de la región. En los últimos años, los precios de los commodities que produce América Latina, principalmente del petróleo, hidrocarburos, metales y minerales, han registrado un incremento significativo. Ello ha impactado positivamente en los términos de intercambio.

En consecuencia, algunos de los Estados han evaluado los efectos del boom del precio de los commodities en términos de su estabilidad macroeconómica. En el caso de la política fiscal, en las etapas de bonanza de los precios de los commodities, los gobiernos suelen incrementar el gasto corriente, fenómeno que se tiende a revertir abruptamente cuando caen los precios, generando impactos negativos para las economías de la región. Este comportamiento procíclico es lo que muchas economías latinoamericanas están intentando modificar. En este sentido, entre las distintas respuestas que se han esbozado para lograr una política fiscal estabilizadora, se incluye la creación de FSR, particularmente uno de tipo estabilizador. La mayoría de los FSR en Latinoamérica crea FSR de esta clase. Por ende, la

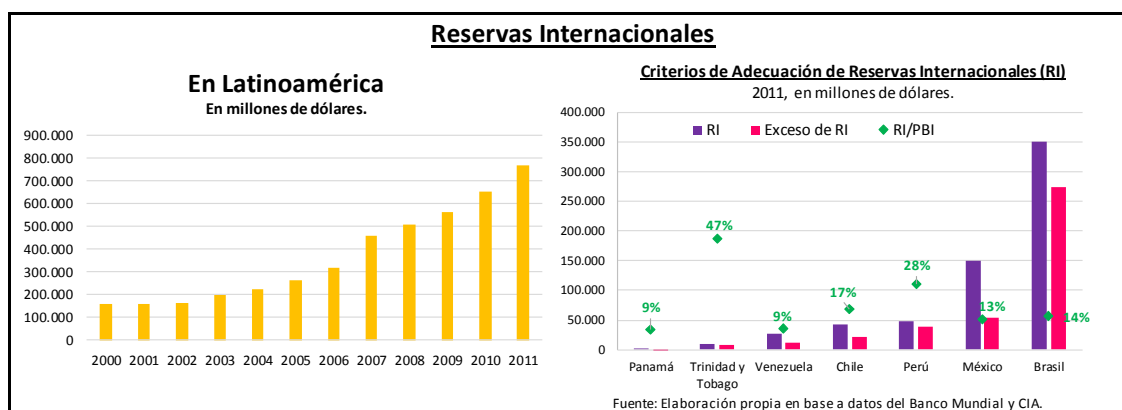
primera conclusión importante es que la creación de un FSR no es una acción alienada de la política fiscal.

IV.1. FSR Latinoamericanos

Como fue mencionado anteriormente, los FSR se han multiplicado en el mundo en la última década. América Latina no se ha visto excluida de esta tendencia, ya que se han creado varios FSR en economías grandes como Brasil y México, así como también en países más pequeños como Trinidad y Tobago. Algunos de los FSR latinoamericanos existen hace varios años; no obstante, hoy nos encontramos con proyectos embrionarios, tales como los que se desarrollan en Guatemala y Bolivia.

Estos países tienen en común el hecho de haber experimentado un boom en los precios de las materias primas que exportan, con la consecuente acumulación de abundantes Reservas Internacionales. En este sentido, las mismas han alcanzado un récord histórico de más de US\$ 750 mil millones, observándose una cuadruplicación de este saldo en la última década. Asimismo, a excepción de Panamá, todos los países latinoamericanos que crearon FSR reflejan excesos de Reservas Internacionales, especialmente en referencia a Brasil y México.

Gráfico 19: Reservas Internacionales en Latinoamérica



Los países latinoamericanos que crearon FSR administran activos por más de US\$ 45 mil millones²⁵, lo que implica un 7% del total de Reservas Internacionales que registran. Este monto resulta significativo teniendo en cuenta que es equivalente al PBI de Uruguay. No obstante, para países como Brasil, el monto de los activos cedidos al FSB (*Fundo Soberano*

²⁵ Este cálculo se efectuó en base a los FSR latinoamericanos que identifica el SWF Institute.

do Brasil) se relativiza considerando que solo representa un 0,25% de su PBI y un 2% de sus Reservas Internacionales.

Tabla 3: FSR Latinos

Pais	Nombre FSR	Año de creación	Tipo de Fondo	Origen	Volumen de Activos. (Miles de millones) (a)	(a) / Reservas Internacionales	Indice Linaburg-Maduell
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)	2007	Estabilización	Commodity - Cobre	15,2	36%	10
	Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)	2006	Pensión	Commodity - Cobre	7,0	17%	10
Brasil	Fundo Soberano do Brasil (FSB)	2008	Estabilización y Desarrollo	No commodity	5,3	2%	9
México	Fondo para la Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP)	2000	Estabilización	Commodity - Petrolero	6,0	4%	s/d
Panamá	Fondo de Ahorro de Panamá (FAP)	2012	Ahorro	No commodity	0,3	13%	s/d
Perú	Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)	1999	Estabilización	Commodity - Petrolero y Gas	7,2	15%	s/d
Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund (HSF)	2000	Estabilización y Pensión	Commodity - Petrolero	5,0	48%	8
Venezuela	Fondo para la Estabilización Macroeconómica (FEM)	1998	Estabilización	Commodity - Petrolero	0,8	3%	1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del SWF Institute y Banco Mundial.

Por otra parte, es importante comprender de qué forma se utilizan los recursos acumulados en los FSR latinoamericanos. En general, el destino de los mismos no es usualmente discrecional, sino que en general se encuentran preestablecidos. Sin embargo, a pesar de que los países han intentado generar un escenario estabilizador mediante este mecanismo de preasignación de los recursos de los FSR, se ha observado en diversos casos cambios sucesivos en las reglas constitutivas del fondo, por cuanto se ha limitado así la capacidad de acumular mayores saldos.

En este aspecto, a continuación se destacan los tres problemas centrales asociados a la gobernanza de los FSR del tipo estabilizadores en Latinoamérica (Rigobón 2011):

1. *Problema de apropiabilidad*: una vez que se alcanzaron los niveles deseados, el uso de los fondos excedentes genera incentivos en los hacedores de política de modificar las reglas de acumulación y utilizar los recursos para financiar el gasto doméstico.
2. *Problema de Gobernabilidad*: cuando se crean una variedad de fondos diversos como respuesta a cada factor de riesgo y no a los ingresos fiscales en su conjunto. Un caso testigo es el mexicano, en donde los ingresos excedentes del petróleo al nivel preestablecido se asignan entre el Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (para compensar disminuciones de la recaudación

coparticipable efectiva con relación a la previamente estimada), el Fondo de Estabilización para la Inversión en Infraestructura de Petróleos Mexicanos (para compensar disminuciones en los ingresos propios de PEMEX), el Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (para compensar disminuciones de los ingresos petroleros del gobierno federal) y a proyectos de inversión en infraestructura de las entidades federativas, entre otros.

3. *Problema de estimación en la determinación de reglas*: se utilizan generalmente promedios para definir reglas y no procesos estocásticos, lo cual termina por otorgarle una característica de rigidez al fondo.

No obstante a lo expuesto, países como Chile y México han intentado reglamentar el uso de los recursos de sus FSR mediante nuevas regulaciones. En el primer caso, en el año 2006 se aprobó la *Ley de Responsabilidad Fiscal*, la cual reglamenta el Balance Estructural y el manejo de activos que exceden el nivel prefijado por la misma²⁶. En el caso de México, también en el año 2006 se aprobó la *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria*, cuyo objetivo es impedir que los recursos del FEIP (Fondo para la Estabilización de los Ingresos Petroleros) se destinen al Gasto Corriente del Estado.

Por otra parte, como fue mencionado anteriormente, los FSR estratégicos o de desarrollo tienen como objetivo la diversificación y el desarrollo de una economía. Sin embargo, cabe destacarse que, actualmente, en América Latina la gran mayoría de los FSR no se crearon con tales fines, a excepción del caso brasilero donde se evidencia una intención dentro de su marco constitutivo; el cual, además de sus objetivos propios de estabilización del ciclo, impulsa a la vez el desarrollo del sector privado en el exterior. No obstante, el alcance de este último propósito es aún muy limitado – sobre todo si se los compara con el progreso de los FSR de la región asiática -.

Respecto a esto último, resulta ejemplificador el caso de *Mubadala Development Company*, perteneciente a los Emiratos Árabes, quien aplicó una política de inversiones estratégicas en sectores no dependientes del petróleo (como el sector aeroespacial y de energías no renovables), en donde se desplegaron acuerdos estratégicos con corporaciones globales. Esto último incluyó la toma de participación en las decisiones de las multinacionales en el

²⁶ El caso Chileno será expuesto con mayor detalle en un apartado posterior.

extranjero; lo que a su vez favoreció la generación de un aparato industrial en sus propios países, y le permitió posicionarse en los más altos eslabones de la cadena de valor.

En este sentido, se tornan fundamentales las definiciones por parte de los hacedores de políticas latinoamericanas respecto al eslabón de la cadena de valor agregado en el que se puede/quiere posicionar. Por ejemplo, si un país como Chile cuenta con una importante producción de litio, debe definir si se especializará en la venta externa de la materia prima- que implica un mercado de unos mil millones de dólares-, o de baterías de litio – mercado de uno US\$ 25 mil millones-, o de autos eléctricos lo que equivale a un mercado de unos 200 mil millones de dólares.

Por lo tanto, la creación de un FSR puede ser un vehículo estratégico para reducir la concentración de las exportaciones y las inversiones en rubros de bajo valor agregado. En este sentido, se puede afirmar que el BNDES (Banco Nacional de Desarrollo) de Brasil, si bien no es un FSR, ha operado de facto como un instrumento de este tipo. En este sentido, el mismo ha impulsado el surgimiento de la multinacional Petrobras, lo cual deja en evidencia la factibilidad de posicionarse en eslabones superiores de la cadena de valor a partir de la enorme dotación de materias primas que posee el país más amplio en términos geográficos de Latinoamérica.

IV.2. El caso Chileno

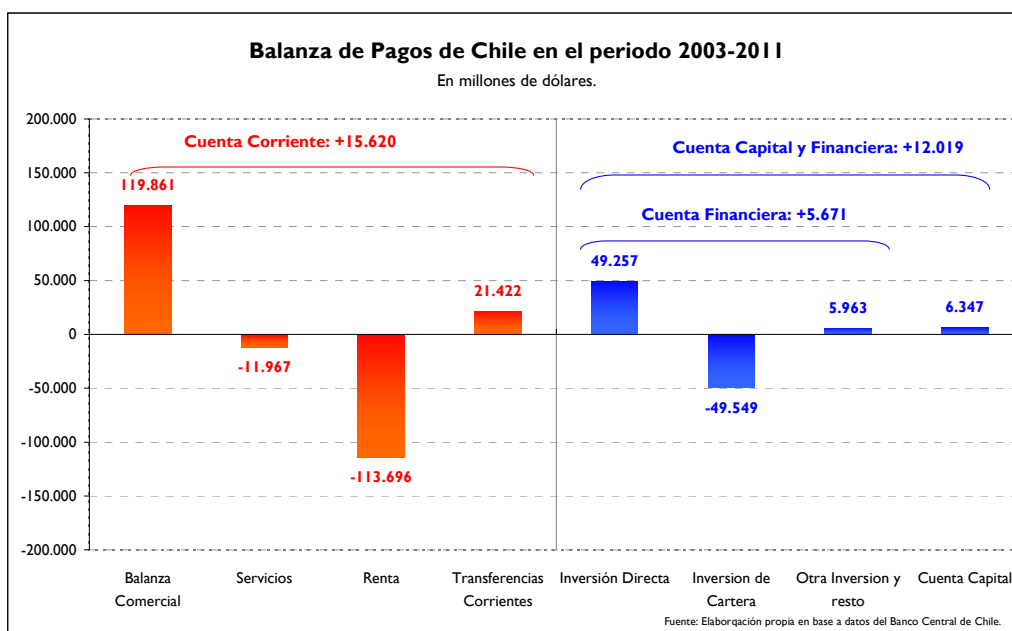
Chile es la sexta economía más importante en términos de PBI nominal de América Latina, destacándose a nivel internacional por su apertura económica y su compromiso con el libre comercio. Asimismo, se caracteriza por ser el primer productor mundial de cobre, lo cual se evidencia en la composición de su canasta de transacciones con el resto del mundo, donde las ventas externas del commodity representaron, en el año 2011, el 55% de sus exportaciones totales.

La estructura de su Balance de Pagos de Chile muestra en los últimos años (2003-2011) un superávit tanto de la *Cuenta Corriente* como de la *Cuenta Capital y Financiera*. En el caso de la Cuenta Corriente, el excedente obedece a un superávit por exportaciones netas e ingresos netos por transferencias corrientes (principalmente en correspondencia a los impuestos recibidos por el Gobierno de Chile de parte de no residentes en concepto de utilidades de la inversión directa) parcialmente compensados por los egresos netos por renta, básicamente

procedente de las inversiones extranjeras directas en el país, y en menor medida derivado de las salidas netas por servicios.

En lo que respecta a la *Cuenta Capital y Financiera*, se verifican ingresos netos de divisas por inversiones directas de extranjeros en el país, como así también por ingresos extraordinarios tanto en la *Cuenta Capital*, como en la cuenta *Otras Inversiones* – estas últimas asociadas a básicamente al devengamiento de reaseguros y cuentas a cobrar por indemnizaciones originadas a partir del terremoto de 2010 -.

Gráfico 20: El Balance de Pagos Chileno



Los superávits mencionados se tradujeron en un incremento de los activos de reserva por aproximadamente unos US\$ 25.000 millones en el periodo 2003-2011. En consecuencia, Chile evidenció un exceso de Reservas Internacionales que, en el año 2011, implicó un ratio por encima del 55% del total del stock de Reservas Internacionales.

IV.2.a. Los FSR Chilenos

A partir del contexto descrito en el apartado anterior, resultó sumamente oportuno la creación de dos FSR en Chile: el *Fondo de Estabilización Económica y Social* (FEES) y el *Fondo de Reserva de Pensiones* (FRP). Ambos fueron creados en el año 2006 a partir de la aprobación de la *Ley de Responsabilidad Fiscal*. El primero de ellos es un FSR de tipo

estabilizador; mientras que el FRP es un fondo de pensión. Los FSR Chilenos conforman el caso más resonante de América Latina y son un referente a nivel internacional.

La creación de los FSR en Chile está íntimamente asociada al manejo de su política fiscal, y más precisamente con la adopción de la regla de balance estructural puesta en marcha a partir del año 2001. El objetivo de esta regla es establecer anualmente un nivel de gasto público que resulte congruente con los ingresos estructurales del fisco. Esto implica que en las etapas ascendentes del ciclo - cuando se incrementan los precios de los commodities, particularmente del cobre, y se plasma en un clima de bonanza económica -, el gobierno no se vea incentivado a incrementar el gasto corriente basándose en un fondeo cíclico. De esta forma, se evitan los ajustes abruptos y drásticos cuando se revierte la fase del ciclo; estabilizando de este modo el gasto fiscal y reduciendo su volatilidad.

Una característica propia de la economía Chilena es que la volatilidad de los ingresos fiscales está determinada por los cambios de flujos de divisas provenientes de los recursos mineros, siendo que éstos representan el 20% de los ingresos totales del país. En este sentido, existe una muy alta correlación – de 0,992 en el periodo 2001/2007-, entre el resultado fiscal y el precio del cobre.

Asimismo, particularmente a partir del año 2006, el precio internacional del cobre alcanzó niveles históricos elevados, lo que se ha traducido en importantes superávits fiscales. Estos y la política de balance estructural han propiciado el crecimiento de los activos financieros del Tesoro Público, permitiendo la acumulación de recursos en los FSR Chilenos, y el financiamiento de los déficits de periodos anteriores.

La regla del balance estructural no fue efectiva los primeros años como consecuencia de que su cumplimiento dependía de la voluntad de los gobiernos de turno. Esto se modifica con la puesta en práctica de la *Ley de Responsabilidad Fiscal*, la cual establece normas y un marco institucional para la acumulación, desacumulación y administración de los ahorros fiscales (objeto de la creación de los FSR). Esta Ley obliga al Gobierno de turno a preanunciar el objetivo de regla de balance estructural²⁷.

²⁷ La metodología utilizada para calcular el balance estructural ha experimentado continuas modificaciones, asociadas principalmente a los ajustes cíclicos que deben ser considerados para determinar los ingresos estructurales y así poder definir el límite del gasto fiscal. En el año 2001 se fijó inicialmente en un 1% del PBI y posteriormente, en el año 2008 se redujo a 0,5%. Entremedio, el periodo 2004-2008 se caracterizó por ser el más

Por otra parte, como parte de su compromiso librecambista, Chile ha optado por un régimen cambiario estrictamente flexible. El mismo conlleva una gran volatilidad con relación al tipo de cambio, debido a que implica un ajuste automático de los shocks exógenos. En este sentido, desde 1999 se estableció un régimen que sólo excepcionalmente, en tres oportunidades particulares, fue modificado a partir de la consideración de la existencia de un desorden transitorio en el mercado. Sin embargo, cabe aclararse que dado que el diferencial de inflación entre Chile y los países desarrollados ha tendido a ser muy reducido, las variaciones del tipo de cambio nominal han implicado una variación similar en el tipo de cambio real.

De lo expuesto se desprende que, tanto la regla fiscal como la creación de los FSR Chilenos han impartido mayor estabilidad a la economía doméstica, dado que, tal como lo menciona Agosin, *“mantener los ahorros fiscales en un fondo soberano en el exterior permitió moderar la apreciación cambiaria durante el boom de los commodities.”* (Agosin y Montesinos 2011, 36).

IV.2.a.1. El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

El FEES fue creado con el objetivo de financiar los déficits fiscales que usualmente se generan cuando se enfrenta la fase negativa del ciclo económico, o como consecuencia de una baja en el precio cobre - eje fundamental en la canasta de exportaciones Chilenas -. Por otro lado, los recursos de este fondo se utilizan para efectuar aportes al FRP, como así también pueden ser destinados a financiar pagos de deuda pública. Respecto a este último punto, entre los años 2004 y 2007 el fisco redujo su deuda con el Banco Central de Chile por alrededor de US\$ 5.000 millones, con entidades multilaterales por unos US\$ 770 millones, al mismo tiempo que recompró parte de sus bonos soberanos emitidos por unos US\$ 400 millones.

exitoso de acumulación desde la aplicación de la política de balance estructural, dentro de un contexto económico favorable, con precios del cobre por encima de los de referencia de largo plazo definidos para cada año. Sin embargo, para afrontar los efectos de la crisis internacional la misma se redujo a 0%, pero a partir de los cambios metodológicos habidos en el cálculo de la regla, se determinó un déficit estructural del 3% en el año 2009 y desde entonces se iría ajustando hasta llegar al 1%.

El FEES se fondea del saldo positivo del resultado fiscal luego de restar el aporte al FRP y las amortizaciones de deuda.²⁸ Actualmente no existe un tamaño máximo definido para el fondo. Es decir, en términos teóricos, si Chile enfrentara escenarios sucesivos de alza del precio del cobre, no hay consenso metodológico respecto de cuál sería el máximo de acumulación para que el fondo no resultase excesivamente grande. No obstante, se puede establecer su tamaño óptimo a partir de un amplio rango de entre 2% y 15% del PBI. (Contreras et al. 2008)

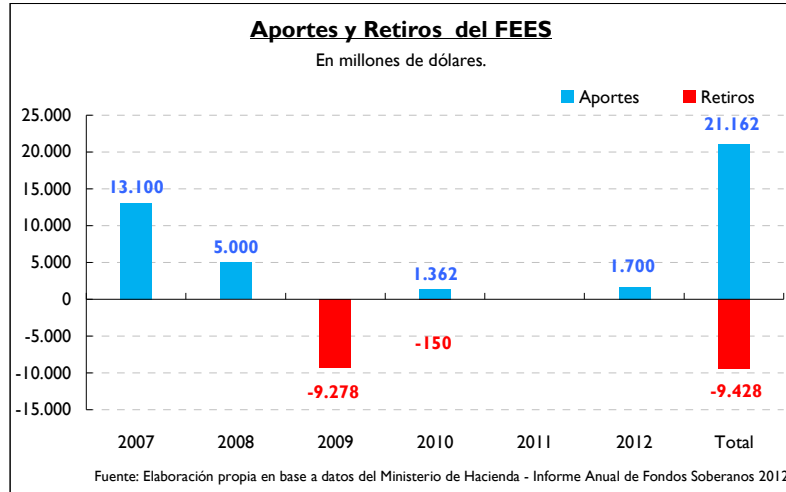
Por otra parte, la crisis financiera internacional, con epicentro en los países desarrollados, también golpeó a los países en desarrollo como consecuencia de la contracción de la demanda mundial y el deterioro del crédito global. Debido a ello, las cuentas públicas de Chile incrementaron su déficit fiscal, y ante las restricciones de acceso al crédito internacional, se implementaron en el año 2009 los primeros retiros de capital del FEES. En este sentido, y tal como corresponde a su propósito de creación, se retiraron US\$ 4.000 millones para financiar parte del déficit fiscal producto de la caída en los ingresos tributarios asociados a la minería del cobre.

Sin embargo, cabe destacarse que en el mismo año se efectuaron otros retiros que no estuvieron directamente vinculados con el objetivo original de la creación del FEES. En este sentido, estos recursos se utilizaron para financiar un plan de estímulo fiscal de otros US\$ 4.000 millones que permitiese al país superar los efectos negativos de la crisis. El plan incluía un programa de inversión pública extraordinario, subsidios (un bono especial por cargas de familias de menores recursos), reducciones tributarias, etc. Asimismo, se dispuso una recapitalización de la empresa pública de cobre Codelco y del FRP. Como consecuencia de esta necesidad de conversión de moneda extranjera para el financiamiento de los gastos del plan de estímulo, el gobierno Chileno, para evitar apreciaciones en el tipo de cambio, esterilizó los excedentes monetarios con licitaciones por US\$ 4.000 millones.

En definitiva, al igual que en otros países con FSR, en Chile los recursos del FEES también fueron utilizados como prestamistas domésticos de última instancia.

²⁸ También pueden restarse al resultado positivo los aportes que se efectuaron en forma anticipada, es decir aportes correspondientes al superávit fiscal del año en curso.

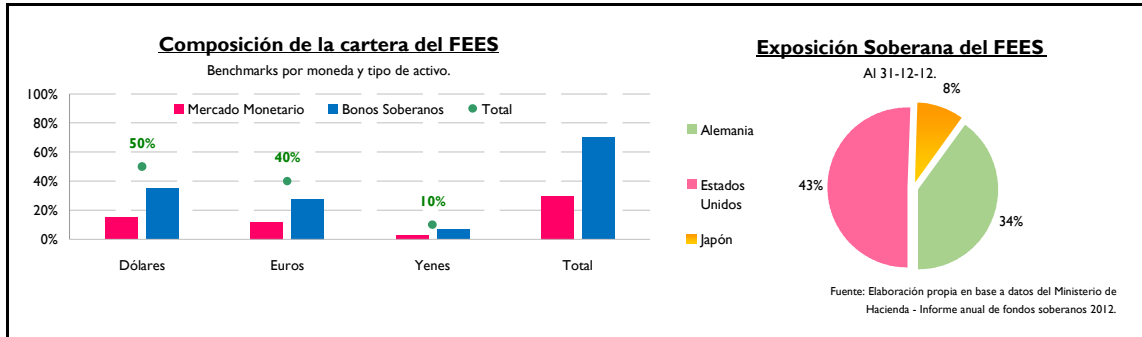
Gráfico 21: Aportes y Retiros del FEES



La política de inversiones del FEES se considera lo suficientemente rígida para lo que es la media de un FSR. En este aspecto, el fondo cuenta con límites porcentuales para sus inversiones, tanto en la clase de activos (bonos soberanos y mercado monetario), como en la composición de monedas de su portafolio (exclusivamente dólares, euros y yenes) y la toma de riesgo crediticio. Respecto a esto último, podrá destinarse sólo un rango de entre un 10% y un 20% del portafolio de inversión a exposición bancaria, y entre 80%/ 90% a activos cuyos emisores correspondan a otros soberanos, de los cuales únicamente se admite los provenientes de los Estados Unidos (hasta 50%), Alemania (hasta 40%) y Japón (hasta 10%).

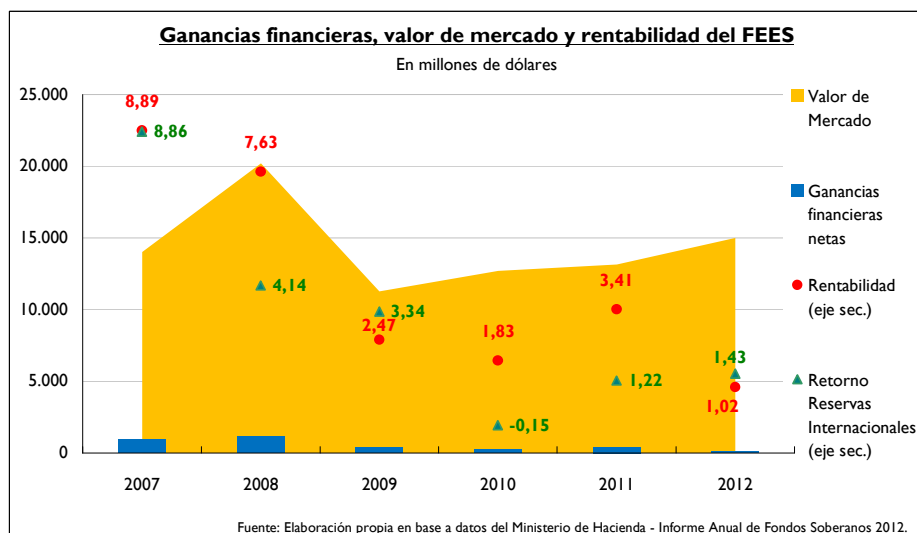
En cuanto a los resultados y objetivos planteados, se destaca que, al 31 de Diciembre de 2012, se verificó un cumplimiento por parte del FEES de los límites establecidos: un 85% del portafolio se encontraba invertido en activos soberanos, de los cuales un 43% le correspondía a los Estados Unidos, 34% a Alemania y 8% a Japón. El restante 15% se dispersó en depósitos bancarios de entidades australianas, francesas, alemanas, del Reino Unido, holandesas, japonesas, suecas y noruegas.

Gráfico 22: Cartera del FEES



Finalmente, si se considera el periodo 2007-2012, el retorno de las inversiones efectuadas por el FEES acumuló una rentabilidad del 4,35% anual en dólares. Esto implica más de un punto porcentual sobre el retorno obtenido a partir de la administración de las Reservas Internacionales, el cual implicó una ganancia anual de 3,14% en dólares estadounidenses para el mismo periodo. No obstante ello, en años como el 2009 y 2012 se observaron retornos de las Reservas Internacionales superiores a los del FEES, debido fundamentalmente a que estos últimos suelen estar acompañados de la toma de mayores riesgos y por los efectos de la crisis financiera en los Estados Unidos.

Gráfico 23: Ganancias Financieras, valor de mercado y rentabilidad del FEES



IV.2.a.2. El Fondo de Reserva de Pensiones

El FRP se constituyó a fines de 2006 con un capital inicial de unos US\$ 600 millones. A fines del año 2012 su valor de mercado rondaba los US\$ 6.000 millones, lo que demuestra un fuerte crecimiento en un relativamente corto período temporal.

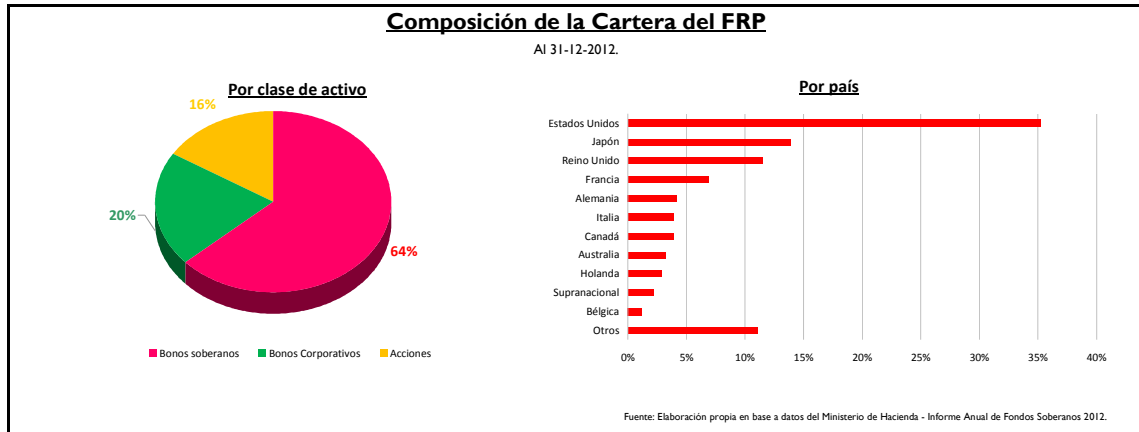
El FRP tiene por objetivo complementar el financiamiento de las obligaciones de pensiones y previsionales: *“Específicamente, el fondo respalda la garantía estatal de pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios, responsabilidades emanadas de la reforma previsional.”* (Ministerio de Hacienda 2012, 12).

Este Fondo Soberano se abastece de los recursos del fisco, debiendo recibir como mínimo el 0,2% del PBI del año previo y 0,5% del PBI como máximo. A diferencia del FEES, el FRP tiene un pasivo específico que cubrir, lo que implica que su tamaño óptimo está directamente determinado por la dimensión del pasivo, que son las obligaciones fiscales por jubilaciones y pensiones. Por lo tanto, los recursos del FRP solo pueden ser utilizados para complementar los pagos de las mismas; por lo tanto, solo es posible efectuar giros por hasta un máximo equivalente a la rentabilidad del fondo²⁹.

La composición de la cartera del FRP también resulta considerablemente delimitada, aunque prevé un abanico más amplio para sus inversiones que el FEES. Las clases de activos en las que el FRP puede invertir también cuentan con límites porcentuales o *‘benchmarks’*. No obstante, estos se componen de otros tipos de activos financieros: bonos soberanos (65%), bonos corporativos (20%), y acciones (15%). Al 31 de diciembre de 2012, los límites autoimpuestos se habían respetado, destinando un 64% de sus activos a bonos soberanos, principalmente Estados Unidos (35%), Japón (14%) y Reino Unido (12%).

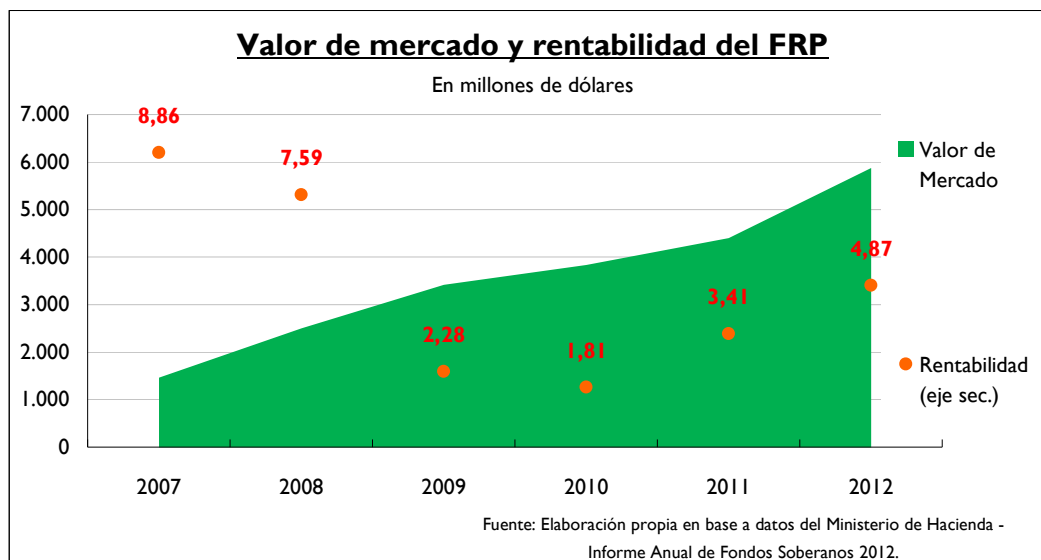
²⁹ Ello es así hasta el año 2016, a partir de cuándo se incrementan los montos posibles de desacumulación.

Gráfico 24: Cartera del FRP



Por su parte, la rentabilidad que refleja el FRP es posiblemente una de las más altas entre los FSR³⁰. En el periodo 2007-2012, esta acumuló una rentabilidad del orden del 4,98% anual en dólares, lo que es ciertamente mayor que la obtenida por el FEES y las Reservas Internacionales.

Gráfico 25: Valor y Rentabilidad del FRP



³⁰ <http://www.fundsamericas.com/noticias/negocio/9249/Axel-Christensen-BlackRock-FRP-Chile-FEES>

IV.3. El caso Brasileño

En términos económicos, Brasil es el país más grande de la región latinoamericana y del hemisferio sur. Actualmente cuenta con el sexto PBI nominal más grande del mundo (US\$ 2,4 billones) y es una de las economías del planeta con mayor crecimiento económico en la última década (se verificó casi una quintuplicación de su PBI nominal del período 2001-2011).

El país cuenta con varios sectores económicos importantes en términos cuantitativos y desarrollados como el agrícola, el minero, el manufacturero –fundamentalmente la industria automovilística, el acero, la petroquímica, la industria de sistemas, la aeronáutica, y de bienes de consumo duraderos (que en su conjunto contabilizan el 30,8 % del PIB) - y el de servicios, así como un gran mercado de trabajo.

En este marco, se analizará a continuación la transformación económica reflejada en las cuentas externas del país durante el período de análisis, y su relación con la explicación sobre las causas para con la creación del *Fundo Soberano do Brasil* (FSB).

IV.3.a. Análisis del Balance de Pagos brasileiro

Si lo separamos en dos periodos, uno de los años 1990-2000 y otro de 2001-2011, se puede concluir que el país mantuvo la estructura general del Balance de Pagos, sin embargo se observaron cambios importantes en las magnitudes (ver cuadro a continuación):

Gráfico 26: El Balance de Pagos Brasileiro

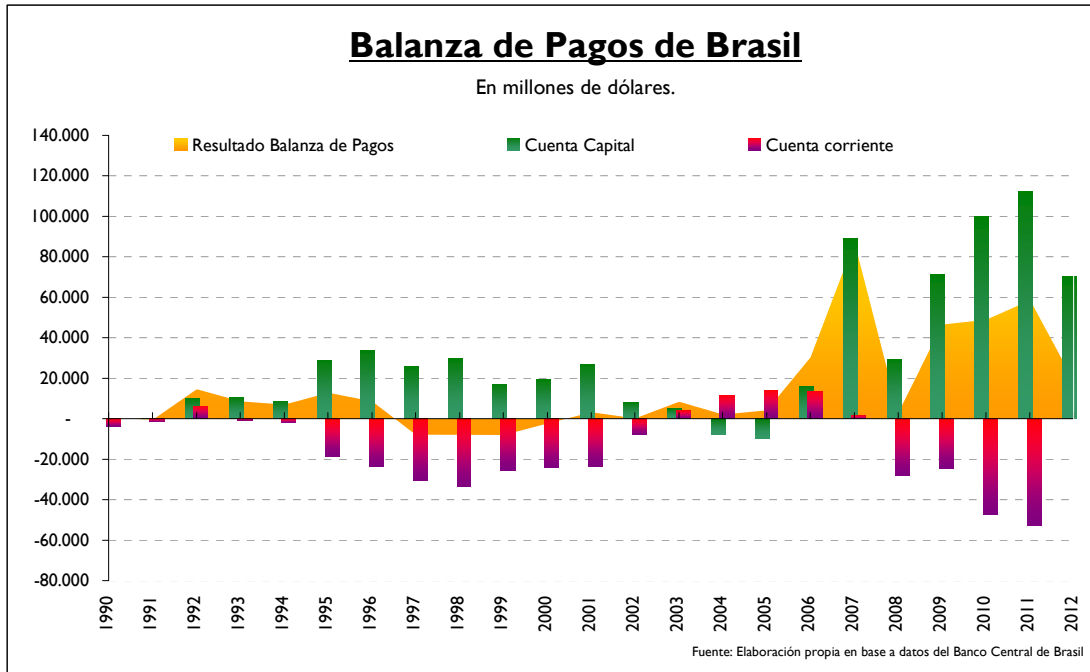


Tabla 4: Balance de Pagos de Brasil

En millones de Dólares

Balanza de Pagos	Periodo 1990-2000	Periodo inicio SXXI: 2001-2011
Cuenta Corriente	-156.883	-138.058
Balanza Comercial (FOB)	36.048	305.463
Exportaciones de Bienes	482.411	1.513.801
Importaciones de Bienes	-446.364	-1.208.338
Servicios y Rentas	-214.102	-478.991
Servicios	-72.542	-158.195
Transportes	-27.307	-41.624
Turismo y Viajes	-20.723	-43.060
Seguros	-597	-8.044
Servicios Financieros	-3.089	248
Servicios de Informática	-4.605	-22.406
Royalties y Licencias	-6.349	-18.402
Alquiler de equipamientos	-9.119	-70.444
Servicios Empresariales, Profesionales y Técnicos	5.646	58.289
Servicios Personales, Culturales y Recreativos	-2.332	-6.305
Rentas	-141.560	-320.796
Otras Rentas	-501	3.539
Renta de la Inversión	-141.059	-324.335
Renta de Inversión Directa	-32.805	-162.778
Utilidades y Dividendos	-22.558	-147.900
Utilidades Reinvertidas en Brasil	-2.185	0
Intereses de Prestamos intercompañía	-8.062	-14.877
Renta de Inversión de Cartera	-39.791	-106.416
Renta de Otras Inversiones	-68.462	-55.141
Transferencias unilaterales corrientes	21.171	35.471
Cuenta Capital y Financiera	189.101	441.510
Cuenta Capital	2.424	8.430
Conta Financeira	186.676	433.080
Inversión Directa	120.469	252.986
Inversión Directa Brasileña	-11.527	-68.998
Inversión Extranjera Directa	131.996	321.984
Inversión de Cartera	154.046	207.610
Inversión Brasileña de Cartera	-5.860	14.928
Inversión Extranjera de Cartera	159.906	192.682
Derivados	-1.034	-2.630
Otras Inversiones	-86.804	-24.885
Otras Inversiones Brasileñas	-56.590	-170.854
Otras Inversiones Extranjeras	-30.214	145.969
Errores y Omisiones	-5.888	-9.374
Resultado de Balanza de Pagos	26.330	294.079

Fuente: Banco Central de Brasil

En el periodo 1990-2000, Brasil registró egresos netos en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, fundamentalmente a partir del robusto déficit por renta y por servicios, los cuales compensaron sobradamente el leve superávit de la balanza comercial de bienes y de las transferencias corrientes.

Esto implica que, si bien Brasil lograba un excedente exportador de sus bienes, era deficitario en términos de divisas respecto de la provisión de servicios, principalmente los relacionados con el transporte de mercancías, pero también como consecuencia del turismo brasilero en el exterior. Asimismo, el fuerte déficit de la cuenta de rentas estaba principalmente basado en los intereses pagados por la deuda externa brasilera (lo que se reflejó en la salida de divisas en el rubro Rentas en la cuenta Otras Inversiones del Balance de Pagos).

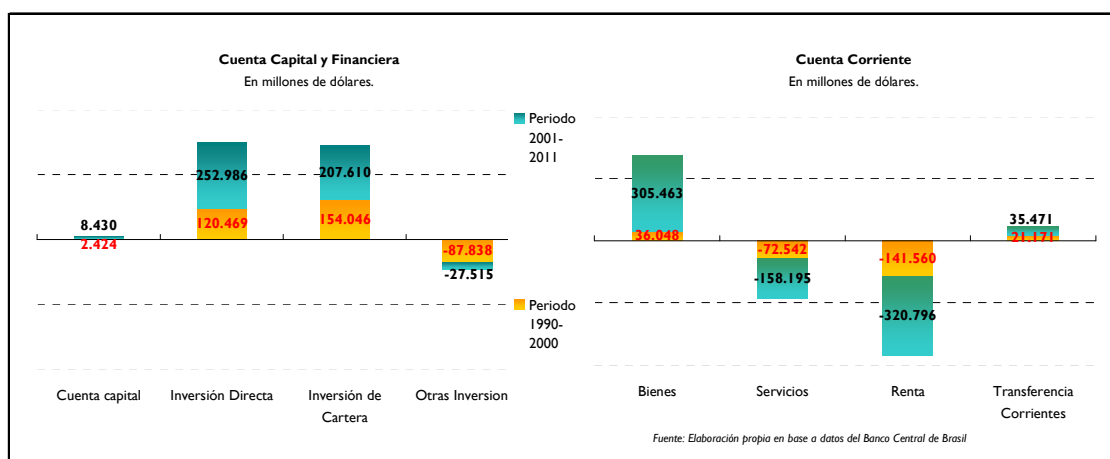
Por otra parte, en el periodo siguiente -2001-2011- se observa una disminución del déficit de *Cuenta Corriente* respecto del periodo anterior, fundamentalmente como consecuencia de un importante crecimiento del resultado de la balanza comercial de bienes. Asimismo, se verificó una mejora en términos relativos del déficit de la cuenta de servicios, dado que mientras que el superávit comercial de bienes se multiplica unas ocho veces, los egresos netos de servicios sólo se incrementaron dos veces. Esto último se explica a partir de la pérdida de importancia relativa de la provisión de transporte de mercaderías por parte de los no residentes y a la importancia que adquiere la provisión de servicios profesionales y técnicos de brasileros, aunque incrementándose los egresos netos por el alquiler de equipamiento (leasing).

En la *Cuenta Renta* persistieron las salidas netas de divisas. Pero a diferencia del periodo anterior, los giros de utilidades y dividendos de los inversores extranjeros directos adquirieron mayor importancia relativa neta.

En cuanto a la *Cuenta de Capital y Financiera*, se registraron ingresos de divisas en ambas décadas. No obstante, en el último periodo se verificó una duplicación de los ingresos netos de divisas a través de esta cuenta. Esto se explica, en primer lugar, por la duplicación de la Inversión Extranjera Directa de no residentes en el país, lo cual compensó holgadamente el crecimiento exponencial de las inversiones de empresas de brasileros en el exterior. En segundo lugar, impactó también en el abultado resultado de la cuenta el crecimiento del 35% de la Inversión de Cartera en el país. Esto se debió fundamentalmente a la compra de

acciones de compañías brasileñas por parte de no residentes. Por último, también se explica por la reducción de la salida neta de divisas por el concepto de *Otras Inversiones*, como consecuencia, principalmente, del crédito comercial de corto plazo que otorgaron no residentes a empresas brasileñas.

Gráfico 27: Balance de Pagos de Brasil por concepto



IV.3.b. El FSB, un caso paradigmático

Como fue expresado anteriormente, a diferencia de la mayoría de países que gestionan fondos soberanos, Brasil ha venido registrando un déficit de *Cuenta Corriente*. Asimismo, las estimaciones para los próximos años respecto al futuro de este resultado difícilmente sean optimistas de un cambio de signo. Por lo tanto y como se analizará a posteriori, la dependencia de las importaciones de petróleo refinado más caro, agrava las perspectivas de déficit por Cuenta Corriente, por lo menos hasta que el país inicie una fase de la producción en la que pueda exportar a gran escala.

En consecuencia, surge la pregunta si en definitiva la creación del FSB ha sido previa a la generación de riqueza. Incluso, el Fondo Monetario Internacional ha cuestionado la idoneidad de Brasil para contar con un fondo soberano. En este sentido, en las reuniones bilaterales usuales dentro del marco del Artículo IV del Acuerdo³¹, el FMI sostuvo que:

³¹ En las reuniones en el marco del Artículo IV, el staff del FMI visita el país, recolecta información económica y financiera, y discute con los miembros del gobierno, el desarrollo económico del país y sus políticas. A su retorno a la sede, el staff prepara un informe, que conforma la base para la discusión por Junta Ejecutiva.

“Los Directores [de la Junta Ejecutiva] han urgido a las autoridades a considerar cuidadosamente el diseño y propósito del FSB.”. Asimismo, “Un Gran número de Directores consideró que el excedente de recursos disponible sería más convenientemente para reducir los niveles, todavía altos, de endeudamiento” (FMI; <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn08103.htm>).

De la misma forma, se ha cuestionado la creación del FSB a nivel interno. En este sentido, en el año 2007 el Ministerio de Hacienda Brasileiro divulgó que se encontraba realizando un análisis para la creación de un FSR. En esta propuesta, el FSR iba a ser financiado con las *Reservas Internacionales* del Banco Central.

Sin embargo, este proyecto fue mal recibido por un vasto sector de la prensa y de analistas especializados³². Los argumentos contrarios se dirigían principalmente a que las Reservas Internacionales tenían el propósito de proteger al país en caso de una crisis internacional y que no existían condiciones apropiadas para la creación del mismo en dicho momento. (Malta de Tolla 2010).

A pesar del intenso debate y de las críticas recibidas, el gobierno del presidente Lula Da Silva decidió seguir adelante y creó, a partir de la aprobación de la Ley N° 11.887 el 24 de Diciembre de 2008, el primer FSB de la historia de Brasil.

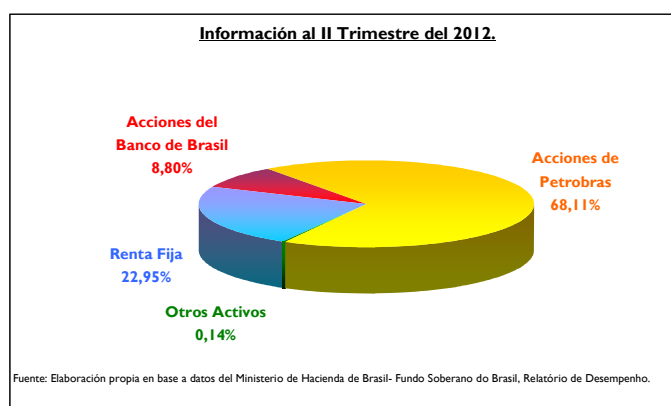
- El objetivo constitutivo del FSB es promover las inversiones de activos brasileiros en el exterior, crear ahorro público, fomentar proyectos de interés estratégico para el país localizados en el exterior, y mitigar los efectos de los ciclos económicos. Por lo tanto, los fines del FSB son, por un lado, que parte de los excedentes de divisas sean canalizados a la aplicación en activos externos con un retorno superior al que obtienen las Reservas Internacionales; pero que además puedan beneficiar inversiones brasileiras estratégicas en el exterior - estimulando el comercio exterior brasileiro y aumentando el grado de internacionalización de empresas domésticas -, y al mismo tiempo puedan atenuar las presiones de apreciación cambiaria.
- El FSB se fondeó de recursos del Tesoro Nacional asignados previamente en el presupuesto e incluyó emisiones de deuda pública, acciones de empresas públicas, y los resultados propios del FSB. El aporte inicial del Tesoro se efectuó mediante la

³² <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/482513/noticia.htm?sequence=1>

emisión de títulos de deuda pública por Reales \$ 14.243.999.592 (valor de mercado). A fines del 2012, el Patrimonio del FSB había crecido un 7%³³.

- De acuerdo a lo establecido en la legislación brasilera, los recursos del FSB son exclusivamente administrados por medio de la integración a un fondo de naturaleza privada denominado “Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização” (FFIE). No obstante,
 - En Junio del año 2010, en una asamblea extraordinaria, se decidió la participación en la Oferta Publica de Acciones del Banco de Brasil S.A., suscribiendo acciones por un total de Reales \$1.540.625.000.
 - En Septiembre del año 2010, el FEEI adquirió acciones de Petrobras.

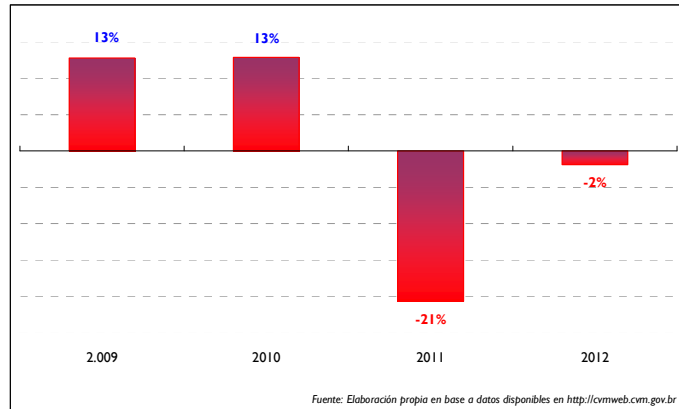
Gráfico 28: Cartera del FSB (FFEI)



- El FSB debe invertir en activos que rindan una rentabilidad mínima estimada por operación y ponderada por riesgo, equivalente a la tasa interbancaria londinense (LIBOR) para un periodo de seis meses para las operaciones externas, y la “Tasa de Interés de Largo Plazo” (TJLP) para aplicaciones en Brasil . No obstante, en los años 2011 y 2012 se verificó una caída de la rentabilidad, explicada básicamente por la pérdida del valor de mercado de las acciones de Petrobras (lo cual que refleja fundamentalmente la caída en las ganancias de la empresa).

³³ <http://www3.tesouro.gov.br>

Gráfico 29: Tasa de rentabilidad sobre el patrimonio del FSB

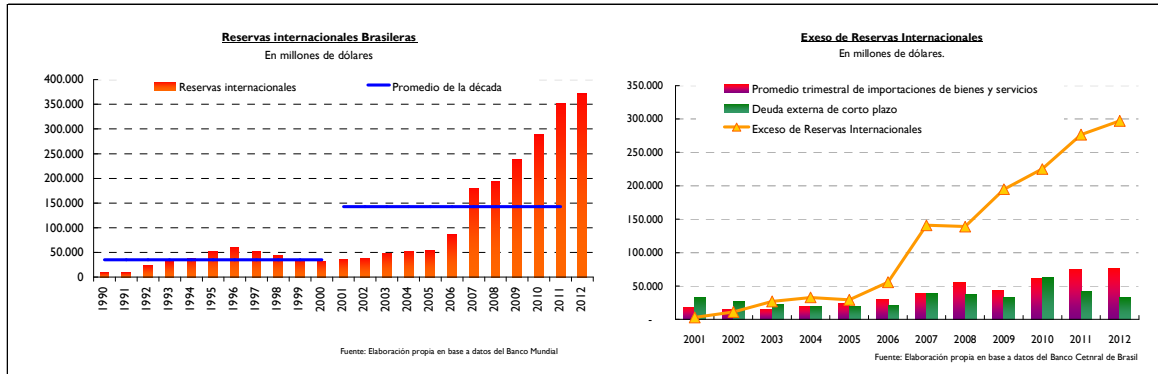


IV.3.b.1. Comprender las Condiciones Económicas para la creación del FSB

A pesar de diversas objeciones, la creación del FSB responde a determinantes impulsos económicos que lo explican. En primer lugar, si bien Brasil carece de un superávit de Cuenta Corriente como consecuencia de su importante stock de deuda externa y de IED en el país, por lo cual debe afrontar cada vez mayores pagos de intereses o giros de utilidades y dividendos, el país registra *un importante superávit de su balanza comercial* -que viene creciendo exponencialmente- y flujos financieros crecientes. Esto implica que el superávit de *Cuenta Capital* no es el único fondeo de la acumulación de Reservas Internacionales. En consecuencia, este país no representa el caso en el cual se acumulan Reservas Internacionales prestadas, sino que a su vez cuenta con un ingreso de divisas por sus exportaciones netas.

Como consecuencia del superávit comercial y al igual que en el caso de los otros países que crearon FSR, Brasil ha venido *incrementando su stock de Reservas Internacionales*. En este sentido, las mismas se han incrementado cuatro veces si se comparan el promedio de ambas periodos. Este incremento en el ritmo de acumulación de Reservas Internacionales se plasmó en un exceso de reservas creciente. Es decir, al 2012 el 80% del stock de activos de reserva resultaba excedente a sus necesidades de corto plazo.

Gráfico 30: Adecuación de las Reservas Internacionales de Brasil



En segundo lugar, si bien la propuesta de creación del FSB fue originada en forma previa al inicio de la crisis financiera internacional, su aprobación se dio en un contexto financiero favorable para el país. Esto se plasmó en la *elevación a Grado de Inversión* que obtuvo Brasil el 30.04.2008 por la Agencia Standard & Poor's y posteriormente, el 29.05.2009 por la Agencia Fitch.

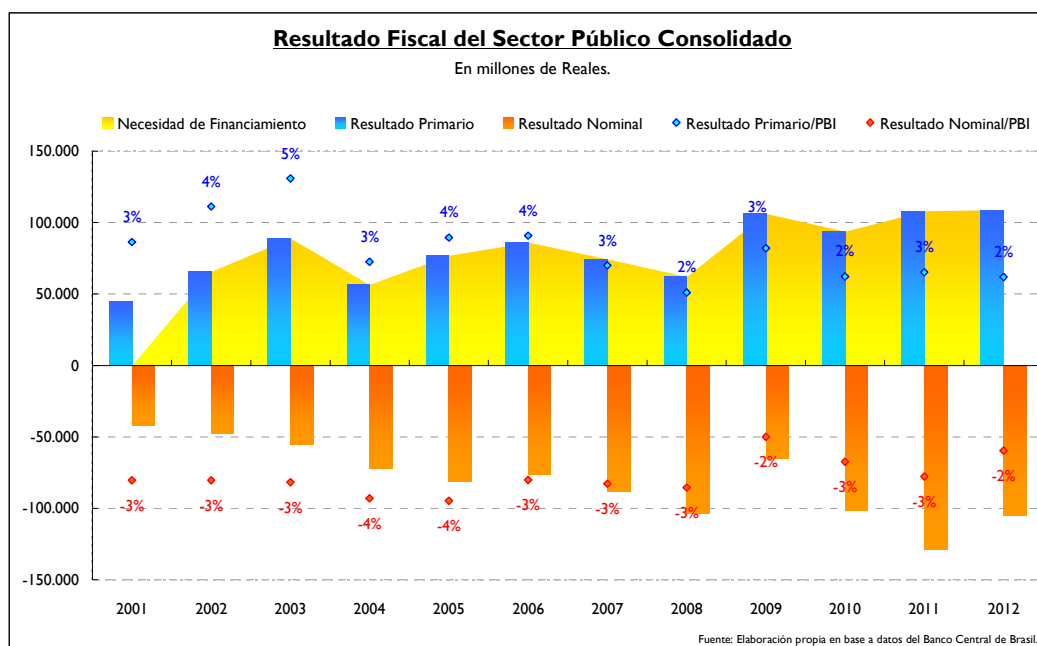
El grado de inversión es una clasificación otorgada a un país a partir de una evaluación efectuada por las agencias internacionales calificadoras de riesgo crediticio, que otorgan diferentes notas tomando una serie de indicadores tales como la deuda gubernamental, la libertad de prensa o la distribución de la renta, entre otros. Existen dos grandes divisiones: grado especulativo y grado de inversión; y a su vez, dentro de cada uno de estos grandes grupos se presenta una subclasificación con letras³⁴. Obtener un grado de inversión implica que los títulos de deuda emitidos son considerados seguros - y por ende son más demandados -, ya que muchos inversores restringen sus inversiones únicamente hacia activos con este status. En este sentido, cabe recalcar que las calificaciones expresan opiniones relativas sobre la calidad crediticia de un emisor o de una emisión de deuda. Por lo que si bien es cierto que las calificaciones de estas agencias internacionales no son indicaciones sobre el mérito de una inversión, son utilizadas como referencia para tomar decisiones en la materia.

³⁴ Standard & Poor's califica con letras que van en forma ascendente desde C-, C, C+, CC-, CC, CC+, CCC-, CCC, CCC+, B-, B, B+, BB-, BB y BB+. La nota más baja posible del grado de inversión es la nota BBB-, seguida de BBB, BBB+, A-, A, A+, AA-, AA, AA+ y del AAA.

En definitiva, la elevación de la calificación internacional crediticia de Brasil ha influido en la masiva entrada de capitales a la economía doméstica. Esto se traduce en un superávit de la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos, como se mencionó anteriormente, y a una acentuación en el ritmo de acumulación de Reservas Internacionales.

En tercer lugar, *la situación fiscal de Brasil se podría calificar de consistente*, dado que en los años previos a la creación del FSB se ha observado un resultado primario superavitario del sector público consolidado que promedió un valor cercano a 4% del PBI. Este resultado se convierte en deficitario si se consideran los intereses pagados por el sector, lo que se denomina resultado nominal fiscal. Estos intereses pagados se asocian con la deuda pública del Gobierno Central, que representa algo más del 65% del PBI a precios corrientes. En este aspecto y en virtud del resultado fiscal, el fondeo del FSB con recursos fiscales no implicó un impacto significativo en las finanzas públicas del país.

Gráfico 31: Situación Fiscal Brasileira



Para concluir con este apartado, existe un estímulo fundamental que impulsa la creación del FSB asociado a los *descubrimientos de petróleo y gas natural* que se estima impactarán fuertemente en la economía doméstica implicando una fuerte entrada de recursos externos en el futuro. A continuación, se analizará si la evolución de esta variable se transforma en fundamental para la sustentabilidad de los FSB.

IV.3.b.2. Los descubrimientos de PRE SAL: ¿una bendición?

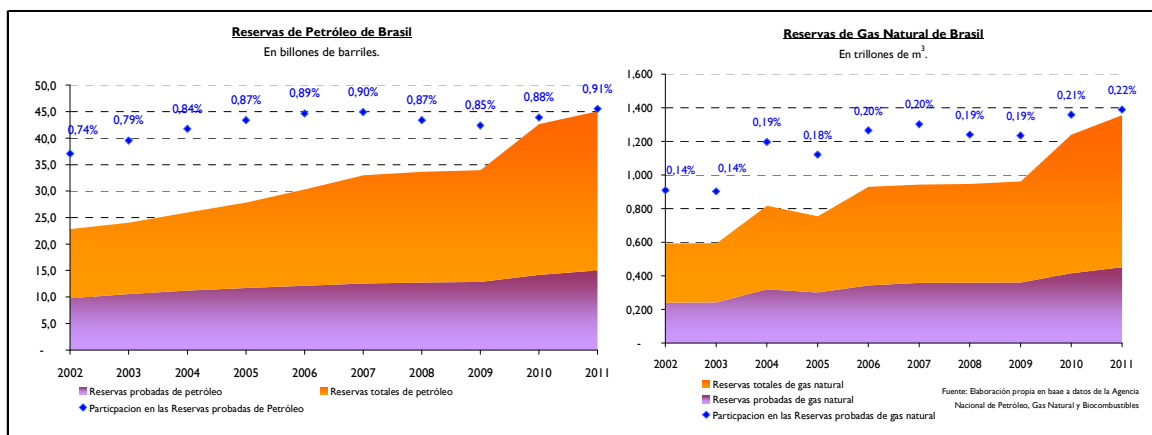
El término “PRE SAL” se refiere a un conjunto de rocas ubicadas en las porciones marinas de gran parte de la costa brasileña, con potencial para la generación y acumulación de petróleo, que se encuentran por debajo de una extensa capa de sal. La profundidad total de esas rocas, que es la distancia entre la superficie del mar y los reservorios de petróleo por debajo de la capa de sal, puede llegar a más de 7 mil metros.

En el año 2004, como parte de las actividades de exploración en busca de petróleo que se efectuaban en el país cerca de la Cuenca de Santos -una de las cuencas oceánicas más grandes de Brasil y ubicado a 300 Km. al sureste de San Pablo- se identificaron rocas arenosas depositadas en aguas profundas por encima de la capa de sal. En 2007, el British Gas Group descubrió el yacimiento petrolífero de Tupí en aguas costeras de Brasil, lo que revolucionó las perspectivas económicas de Brasil. En la Cuenca de Santos, el crudo ya identificado en PRE SAL tiene características de alta calidad y de gran valor de mercado. Ello ha implicado un avance histórico en la industria petrolífera mundial.

En los últimos años, los mayores descubrimientos de petróleo también fueron realizados por la empresa Estatal Petrobras en la capa PRE SAL, particularmente ubicada entre los estados de Santa Catarina y Espírito Santo, donde se encontraron grandes volúmenes de crudo ligero. Ello se debe a que la legislación brasileña ha procurado incrementar la participación de la empresa estatal Petrobras en lo referente al petróleo. En este sentido, el Gobierno Brasileiro estableció que toda la producción futura de la región debe celebrarse mediante acuerdos de participación en la producción con Petrobras. Además, la empresa estatal puede reclamar el 30% de cualquier proyecto que se lleve a cabo en estos yacimientos “PRE SAL”. Asimismo, se establecieron requisitos para la adquisición local de insumos de producción, *“aunque la tecnología local todavía no ha alcanzado un grado de desarrollo suficiente como para dar respuesta a las exigencias de la producción en aguas profundas”*. (ESADE, KPMG, ICEX INVEST IN SPAIN 2012, 67).

A raíz de las diversas inversiones en exploración, más que se duplicaron las reservas totales de petróleo y gas natural en la última década. De esta forma, Brasil pasó a ocupar el puesto 14 y 30 en el ranking mundial de reservas probadas de petróleo y gas natural, respectivamente.

Gráfico 32: Reservas de Petróleo y Gas Natural de Brasil



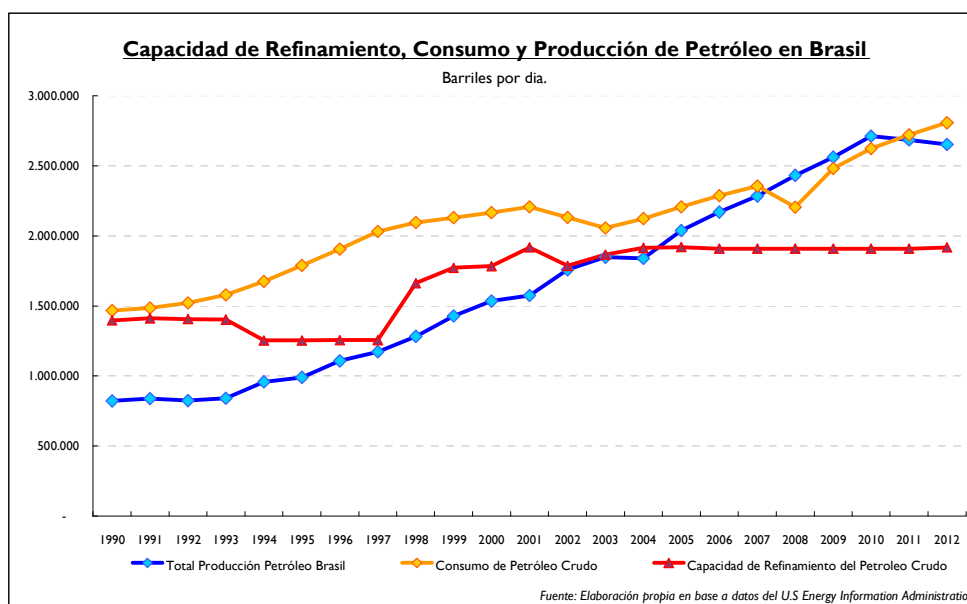
Ello ha tenido consecuencias de diversa índole para el país. El hecho de haber encontrado tales reservas de recursos naturales puede ser analizado tanto de manera positiva, pero también como un potencial riesgo económico. Desde este último punto de vista, los efectos podrían mellar negativamente sobre el desarrollo económico, como también generar un escenario de estancamiento económico y creciente vulnerabilidad a las variaciones de precios del petróleo.

Para comenzar, el principal temor se asocia a un incremento de la dependencia de las exportaciones de petróleo como estrategia macroeconómica. En este sentido, tres serían los riesgos concretos que se presentan a la economía Brasileña. El primero se asocia con los aumentos del gasto asociados a la industria del petróleo, que incrementarían la demanda agregada, con posibles efectos inflacionarios (si es que la oferta agregada no acompaña ese incremento). En un segundo escenario, la dependencia creciente del sector petrolero podría implicar un estancamiento de los sectores no petroleros de la economía. Finalmente, el otro punto no menor se relacionaría con la *Enfermedad Holandesa*, y la consecuente apreciación cambiaría del Real y sus derivaciones en términos de pérdida de competitividad de la economía.

Por otra parte, cabe aclararse que existen dos fuertes limitantes particulares que podrían afectar el mantenimiento del FSB a futuro. En primer lugar, a partir de los descubrimientos de PRE SAL, Brasil ha encontrado escollos en su *capacidad de refinamiento* para el creciente nivel de producción. Mientras la producción de petróleo brasileño supera los 2 millones de barriles de crudo diarios desde el año 2005, la capacidad de refinado se mantiene en la

actualidad todavía en los 1,9 millones de barriles diarios (a diferencia de décadas pasadas donde se verificaban capacidades ociosas de refinamiento). Este escenario ha implicado el reconsiderar seriamente la necesidad de incrementar con fuertes inversiones las capacidades de refinado (y no solo destinar los mayores flujos de capital hacia las áreas de exploración).

Gráfico 33: Consumo y Producción petrolera en Brasil



En segundo lugar, la economía Brasileña se ha enfrentado a otro 'cuello de botella'. Si bien durante los años inmediatos a los descubrimientos de PRE SAL la producción se incrementó en forma superior al consumo, en los últimos años se ha observado una reversión de esa tendencia. Pero más alarmante aún, y en forma crecientemente estructural, resulta el hecho que su *consumo interno también supera ampliamente la capacidad de refinamiento*. Esto significa que para satisfacer la demanda doméstica de petróleo, Brasil debe exportar crudo e importar productos refinados de petróleo, que debido a su mayor valor agregado, implican un mayor precio.

En consecuencia, a pesar de las enormes reservas de petróleo que lo han convertido en uno de los primeros productores del mundo, Brasil enfrenta obstáculos asociados a las fases de extracción y procesamiento del mismo (los cuales requieren de inversiones sustanciales). En este aspecto, se puede concluir que la importación de productos refinados a mayor precio - para responder a la demanda prevista -, podría eliminar gran parte del superávit estructural

que se espera obtener de la producción de petróleo, y ello pondría seriamente en riesgo el mantenimiento del FSB.

IV.3.b.3. El impulso macroeconómico

Como fue mencionado en el primer capítulo, la compra de activos denominados en moneda extranjera como consecuencia de los ingresos netos de divisas, implican grandes expansiones monetarias que encienden la alarma en las principales variables económicas. En este aspecto, los riesgos de inflación, el aumento de la tasa de interés o el déficit cuasi fiscal, suelen terminar de erosionar la benevolencia de los efectos de la política de acumulación de reservas.

Sin embargo, mediante el uso de los recursos del FSB, Brasil podría evitar la apreciación cambiaria tan perjudicial para el desarrollo de la economía doméstica, sin la necesidad de tener que aplicar una política de esterilización monetaria que, como fue explicado anteriormente, tiene un costo certero en el mediano plazo. Es por ello que un incentivo a la creación del FSB, se encontraría asociado a la posibilidad de acción coordinada con otros organismos del sector público (como es el caso del Banco Central), para de esta forma evitar las consecuencias de un exceso de moneda extranjera en el mercado local de cambios.

Una forma comúnmente utilizada por los países para esterilizar los efectos monetarios expansivos de la compra de moneda extranjera del Banco Central, es la adquisición de moneda extranjera por parte del Tesoro Nacional utilizando los fondos provenientes del superávit fiscal. Ello posibilita la esterilización sin causar los efectos secundarios negativos sobre la tasa de interés o resultado cuasi fiscal antes mencionados. La adquisición de títulos en moneda extranjera del Banco de Brasil va hacia esa misma dirección. Permite el incremento de liquidez de la banca brasilera – sobre todo aumentando su capacidad crediticia -, al mismo tiempo que se realiza una política esterilizadora al utilizar los recursos en moneda doméstica – a través del fondeo del FSB - para la compra de activos financieros en moneda extranjera.

Conclusión

El presente tuvo como objetivos primarios dos cuestiones fundamentales respecto a los FSR; la primera se asocia a entender las causas que propiciaron la creación de FSR en los países en desarrollo; mientras que a su vez, se buscó comprender si su comportamiento en los mercados internacionales estuvo viciado por cuestiones político-estratégicas o prosiguió de impulsos económico-financieros.

De lo expuesto, se puede concluir que frente a la creación de un FSR, los países en desarrollo actuaron en base a motivaciones teóricas y empíricas, tanto estructurales como coyunturales, de índole económica y financiera. En cuanto a la teoría, al obtener una tasa de rentabilidad sobre la riqueza del país superior a la tasa real proyectada de crecimiento económico, los FSR constituyen una parte fundamental del instrumental con que cuenta el Estado para generar una mayor estabilidad macroeconómica, asegurar la prosperidad en un contexto de volatilidad financiera, y conservar la riqueza - separándola de las presiones de corto plazo – para su distribución en términos intergeneracionales.

Respecto a lo observado en el escenario internacional, la proliferación de los FSR, principalmente a partir del año 2000, responde a fenómenos básicamente económicos surgidos a partir de la intensificación de desequilibrios globales, los cuales se vieron traducidos en incrementos de las exportaciones netas y en la acumulación de los activos de reserva en los países en desarrollo. A raíz de ello, los FSR aparecen como una solución idónea frente a la inestabilidad macroeconómica doméstica bajo un escenario donde la fuerte acumulación de Reservas Internacionales, pero también como receta para con los efectos adversos que implica la *'Enfermedad Holandesa'*.

Por otra parte, frente al argumento esgrimido por aquellos que temen que los FSR generen distorsiones severas en el mercado financiero internacional, se concluye que el mismo resulta por lo menos débil. Esto se debe a que, de acuerdo a lo observado en términos generales, las estrategias de inversión de los FSR no se diferenciaron de las que siguieron otras instituciones privadas; dado que no solo no se tomaron mayores riesgos, sino que incluso se observó un menor nivel de apalancamiento.

En el mismo sentido, tampoco resulta contundente el argumento que propone a los FSR como factores desestabilizadores del orden financiero global persiguiendo intereses de tinte geopolítico, teniendo en cuenta que: a) no tienden a invertir en sectores claves que atañen a la Seguridad Nacional; b) no tienden a buscar el control total en las empresas que adquieren y; c) sus inversiones extranjeras en países desarrollados tienden a representar una porción poco significativa. Más aún, incluso si los FSR quisieran realizar un sabotaje masivo al mercado financiero global, difícilmente serían exitosos teniendo en cuenta su limitada capacidad de daño.

En vistas de efectuar un análisis más pormenorizado de los estímulos para crear FSR y de su comportamiento como inversores en los mercados internacionales, se expuso el caso reciente de la proliferación de estos fondos en países de Latinoamérica. El hecho de haberse visto incentivados por los altos precios históricos de los commodities en los que se especializa la región, como así también la fuerte acumulación de Reservas Internacionales impulsadas tanto por motivos precautorios como mercantilistas, propició el marco idóneo para la creación de casi 10 FSR de tamaño considerable en diversos países latinoamericanos.

En este sentido, dado que los países latinoamericanos no cuentan con una situación de superávit estructural de Cuenta Corriente al estilo asiático, sus motivaciones para crear FSR se asocian, por un lado, a la necesidad de reducir la vulnerabilidad de la economía frente a la variación de precios de los commodities; pero también, para hacer frente a las dificultades macroeconómicas de mediano plazo asociadas a la acumulación de Reservas Internacionales y a la política de esterilización.

Esto significa que, a diferencia de algunos FSR asiáticos, los países latinoamericanos no construyeron FSR de desarrollo, a excepción del caso brasilero donde constitutivamente existe el proyecto de posicionar estratégicamente en el mercado internacional empresas clave para con los desarrollos económicos locales. Esto significa que, los FSR latinoamericanos no se construyeron como vehículo estratégico-económico para ampliar la canasta de bienes exportables y/o inversiones, en pos de un posicionamiento en eslabones superiores de la cadena de valor; sino que únicamente se crearon como Fondos de Ahorro y de Estabilización.

Un ejemplo de lo expuesto sería el caso Chileno. Por un lado, la imagen positiva de los FSR Chilenos a nivel internacional, se asocia a sus altos índices de transparencia y al éxito dentro de un esquema fiscal consistente frente a una alta volatilidad y dependencia del país al precio del cobre.

No obstante, las estrategias de inversión adoptadas por los FSR Chilenos no han reflejado un perfil desarrollista doméstico, sino que más bien se han dirigido hacia el sector financiero externo, como una herramienta de protección de la riqueza generada tanto para con los vaivenes de los precios internacionales, como ante el caso de incrementos de las obligaciones fiscales previsionales. El resultado ha sido la obtención de una tasa de rentabilidad mayor que aquella que se hubiese obtenido si estos recursos formaran parte de las Reservas Internacionales y, por ende, se manejaran con los criterios usuales de administración de las mismas. Esto último se observó a pesar de que las inversiones de los FSR Chilenos se concentraron en activos financieros poco riesgosos (el FEES constitutivamente solo puede invertir en activos de Estados Unidos, Alemania o Japón), reflejando un criterio racional que ha tenido en cuenta objetivos de eficiencia económica dentro de un contexto de usualmente volátil propio de la región. De esta forma, se refuerza aún más el argumento de que las inversiones siguen un lineamiento económico-financiero.

Como fue mencionado previamente, el caso del FSB en Brasil también resulta destacable porque plantea una particularidad asociada al fenómeno de creación de un FSR en un país que no cuenta con un superávit de Cuenta Corriente. En consecuencia, la decisión de creación de un FSR se ha visto asociada a otros incentivos económicos, que pueden resumirse en la búsqueda de consistencia y solvencia macroeconómica ante los cuantiosos flujos de moneda extranjera presentes, como por los ingresos de divisas esperados en el futuro como consecuencia de los descubrimientos del PRE SAL y de empresas Brasileñas claves.

En definitiva, el temor de los países desarrollados y su consecuente búsqueda de protección frente a las inversiones de los FSR, plantea al menos ciertos cuestionamientos respecto de los valores usualmente defendidos por ellos. La liberalización de la cuenta de capital del Balance de Pagos, estandarte del *mainstream* en las negociaciones internacionales durante la década de 1990', estuvo propiciado por la necesidad de los países desarrollados de acceder libremente a los mercados del resto del mundo, con el objetivo de efectuar inversiones y repatriaciones de sus ganancias sin encontrar impedimentos de tipo

político/institucional. No obstante, cuando a principios del siglo XXI ciertos países emergentes manifestaron interés en usufructuar aquella apertura, los países desarrollados revelaron sus temores y se escudaron en medidas proteccionistas.

Este temor, sugestionado a partir de que los FSR son propiedad de gobiernos extranjeros con gran cantidad de recursos y con diferentes grados de fiscalización, se ampara en la falta de transparencia. Sobre este último punto, si bien es cierto que, al incrementar los niveles de la misma se reducirían las fallas de coordinación de los agentes asociadas a información asimétrica, también resulta acertado el argumento de que existen otros actores importantes en el mercado internacional - tales como los Hedge Funds - que mantienen un alto grado de confidencialidad respecto de sus inversiones, sin que se les demande mayor transparencia.

Lo expuesto pone en evidencia un cambio de poder relativo de los países en desarrollo en detrimento de los países desarrollados. Sin embargo, ello no modifica la conclusión de que los FSR son meros instrumentos de los Estados creados como réplica de estímulos económicos financieros. Esto implica asumir que detrás de las inversiones de los FSR no existen decisiones político-estratégicas, lo cual quedó evidenciado durante la crisis subprime, cuando se convirtieron en rescatistas de los principales bancos del mundo. En definitiva, son actores de importancia creciente, pero se desenvuelven como meros 'acompañantes' de los cambios sistémicos de tinte geopolítico.

Finalmente, se puede concluir que mientras existan desequilibrios en la economía global, existirá la demanda de generar salvaguardas, particularmente por parte de aquellos países más endeble. En este sentido, la acumulación de activos externos ha sido una de las respuestas generadas por los Estados en forma *individual*, ante la carencia de mecanismos multilaterales efectivos y frente a los estímulos que recibieron de los mercados globales y domésticos. De esta forma, los FSR no solo proveen al Estado de una herramienta para reducir la vulnerabilidad de la economía y preservar la riqueza, sino también podrían brindar un vehículo para el crecimiento y desarrollo económico per se, cualesquiera sea la fortaleza relativa del resto de los Estados. Por lo tanto, limitarlos implicaría trabar el camino en el '*catching up*' de los países que transitan 'rezagados' la carrera hacia el desarrollo económico, en pos de la mejora de las condiciones generales de vida de la población.

BIBLIOGRAFIA

- **Agosin, Manuel y Montecinos, Alexis. 2011.** “Chile en los años 2000: evolución macroeconómica y financiera”. Universidad de Chile Departamento de Economía, Facultad de Economía y Negocios. Disponible en Internet: <http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/76-2011.pdf>
- **Aizenman, Joshua y Lee Jaewoo. 2006.** “International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence”. Actualización del NBER Working Paper Nro 11366.
- **Anderloni, Luisa y Vandone, Daniela. 2012.** “Sovereign Wealth Investment in the Banking Industry”. Working Paper n. 2012-24. Dipartimento Di Economia, Management e Metodi Quantitativi, Università Degli Studi Di Milano.
- **Avendaño Rolando y Santiso Javier. 2009.** “Are Sovereign Wealth Funds’ Investment politically biased? A comparison with Mutual Funds”. OECD Development Centre. Working Paper No. 283. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1525545> .
- **Balding, Christopher. 2008.** “A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds”. University of California, Irving. Disponible en Internet: <http://ssrn.com/abstract=1141531>
- **Beck R., Fidora M. (2008):** “The impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”, ECB Occasional Papers Series, No. 91.
- **Chalamish, Efi. 2009.** “Rethinking Global Investment Regulation in the Sovereign Wealth Funds Era”. International Economic Law Research Colloquium, UCLA Law School.
- **Chhaochharia, Vidhi y Laeven, Luc. 2009.** “The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds”. International Monetary Fund, Centre for Economic Policy Research (CEPR). Disponible en Internet <http://ssrn.com/abstract=1262383>
- **Contreras Diaz, Andres, Rodríguez Cabello Jorge, Tokman Ramos Carla, Vazquez Morales Edith. 2008.** “Activos Financieros del Tesoro Público Chileno: Resultados y Desafíos”. Estudio Estudios de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. Gobierno de Chile. Junio 2008. Disponible en Internet: http://www.dipres.gob.cl/594/articles-41361_doc_pdf.pdf

- **Deutsche Bank Research. 2009.** “Sovereign wealth funds –state investments during the financial crisis”. Deutsche Bank, Frankfurt am Main, Germany. Disponible en Internet: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000244283.PDF
- **Drezner, Daniel. 2008.** “BRIC by BRIC: The Emergent Regime for Sovereign Wealth Funds”. Prepared for the Princeton summer workshop on Rising States and Rising Institutions. The Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University.
- **ESADE, KPMG, ICEX INVEST IN SPAIN. 2012.** “Fondos Soberanos 2012”. Disponible en Internet: <http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadyNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documentos/Fondos-Soberanos-2012.pdf>
- **Fotak, Veljko, Bortolotti, Bernardo y Megginson, William. 2008.** “The financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies”. Disponible en Internet: http://finance.sauder.ubc.ca/conferences/summer2008/files/papers/summer2008_megginson.pdf
- **Frenkel, Roberto. 2003.** "Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras" trabajo presentado en la reunión de la Initiative of Policy Dialogue (Universidad de Columbia) en Barcelona, 2 y 3 de junio. Publicado en José Antonio Ocampo (ed.) El desarrollo económico en los albores del siglo XXI. CEPAL- Alfaomega, Bogotá, 2004.
- **Frenkel, Roberto. 2010.** “Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década”. El Trimestre Económico No 313, enero-marzo 2012, México.
- **Fundazione Eni Enrico Mattei y Monitor Group. 2009.** “Back on Course. Sovereign Wealth Fund Activity in 2009” SWF Annual Report 2009. Disponible en Internet: http://www.feem.it/userfiles/attach/20105171327204Monitor-FEEM_SWF_AnnualReport2009.pdf
- **Griffith- Jones, Stephany y Ocampo, José Antonio. 2008.** “Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective”, Initiative for Policy Dialogue, Columbia University. Workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation, London, February 18, 2008.
- **International Monetary Fund (FMI). 2008.** “Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda”. Washington: International Monetary Fund. Disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> .

- **Jimenez, Juan Pablo y Tromben, Varinia. 2006.** “Política Fiscal y Bonanza: impacto de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe”. Revista de la CEPAL 90: 61-86, Diciembre 2006.
- **Manuelito, Sandra, Jiménez Luis. 2010.** “Los Mercados Financieros en América Latina y el Financiamiento de la Inversión: hechos estilizados y propuestas para el desarrollo”. División de Desarrollo Económico, CEPAL. Disponible en Internet: http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE_107-ManuelitoJimenez2.pdf
- **Malta de Tolla, Leonardo. 2010.** “Fundo Soberano do Brasil: Um Caso Típico?”. Universidade Federal Do Rio Grande Do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Departamento de Ciências Econômicas. Porto Alegre, Brasil. Disponible en Internet: <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/25415/000750702.pdf?sequence=1>
- **Mathur, Meeta. 2012.** “Emergence of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy”. Department of Economics, University of Rajasthan. India. Disponible en Internet: <http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/2012PBFEM/papers/043-Meeta%20Mathur-article%20SWF%20revised-20120322.doc>
- **Ministerio de Hacienda. 2012.** “Informe Anual de Fondos Soberanos”. Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda. Disponible en Internet: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>
- **Ping Xie, Chao Chen. 2008.** “The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds”. Preliminary study report of the 2008 National Natural Science Contingent Project: “Sovereign Wealth Funds: operation and Impact Analysis” (No.09110421A1). Disponible in Internet <http://ssrn.com/abstract=1420618> .
- **Raymond Helene. 2010.** “Sovereign Wealth Funds as Domestic Investors of Last Resort During Crises”. International Economics, N° 123, Issue 3. Disponible en Internet: http://economix.fr/pdf/workshops/2012_sfi/H_Raymond_SWFs.pdf
- **Rigobon, Roberto. 2011.** “Stabilizing Role of Fiscal Policy”. MIT. Disponible en Internet : <http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/ALM/Santiago/RIGOBON.pdf>
- **Rozanov, Andrew. 2005.** “Who Holds the Wealth of Nations”. Central Banking Quarterly Journal, Vol. 15, no. 4.
- **Truman, Edwin (2007):** “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”. Policy Brief, Number Pb07-64. The Peter Institute for International Economics.

- **Urban, Dariusz. 2011.** “The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves”. *Comparative Economic Research* , ISSN 1508-2008. Vol. 4 (2): 143-158.
- **Zamarioli, Luis Henrique. 2012.** “Sovereign Wealth Funds and emerging economies: tools for boosting development and shifting capital flows”. Universidade de Sao Paulo, Faculdade de Direito. Disponible en Internet: <http://ssrn.com/abstract=2005116>

ANEXOS

ANEXO I: Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA)

1. El marco legal del FSI debe asentarse sobre bases sólidas y propiciar una operación eficaz y la consecución de los objetivos declarado.
 - 1.1. El marco legal del FSI debe garantizar la solidez jurídica del FSI y sus operaciones
 - 1.2. Las características fundamentales de la base y estructura jurídica del FSI, además de la relación legal entre el FSI y otros fondos y órganos del Estado, debe divulgarse al público.
2. El objetivo de política del FSI debe definirse con claridad y divulgarse al público.
3. Cuando las actividades del FSI tienen importantes consecuencias directas en la macroeconomía interna, estas actividades deben coordinarse estrechamente con las autoridades fiscales y monetarias locales para garantizar que sean compatibles con las políticas macroeconómicas generales.
4. Deben establecerse políticas, reglas, procedimientos o mecanismos claros en relación con el enfoque general del FSI respecto a las operaciones de financiamiento, retiro y gasto, y divulgarse al público.
 - 4.1. La fuente de financiamiento del FSI debe divulgarse al público.
 - 4.2. La política general de retiros del FSI y el gasto por cuenta del Estado deben divulgarse al público.
5. Los datos estadísticos pertinentes en relación con el FSI deben informarse puntualmente al propietario, o según se exija, para que se lo incluya en los conjuntos de cifras macroeconómicas, según corresponda.
6. El FSI debe contar con un marco de gobierno sólido, con una separación eficaz de funciones y responsabilidades que facilite la rendición de cuentas y la independencia operativa de la gestión del fondo para la consecución de sus objetivos.

7. El propietario debe fijar los objetivos del FSI, designar a los miembros que integrarán sus órganos de gobierno de acuerdo con procedimientos bien definidos, y fiscalizar las operaciones del fondo soberano.
8. El(los) órgano(s) de gobierno debe(n) velar por los intereses del FSI y tener un mandato definido, además de autoridad y competencia adecuadas para llevar a cabo sus funciones.
9. La gerencia operativa del FSI debe ejecutar las estrategias del fondo de manera independiente y de conformidad con responsabilidades claramente definidas.
10. El marco para rendir cuenta de las operaciones del FSI debe definirse claramente en la legislación, cartas orgánicas, otros documentos constitutivos, o en el contrato de gestión pertinentes.
11. Deben prepararse un informe anual y estados financieros de las operaciones y rendimiento del FSI en los plazos establecidos y de conformidad con las normas de contabilidad internacionales o nacionales reconocidas de manera uniforme.
12. Las operaciones y los estados financieros del FSI deben auditarse anualmente de conformidad con las normas de auditoría nacionales o internacionales reconocidas de una manera uniforme.
13. Deben definirse claramente normas profesionales y éticas y darse a conocer a los miembros de los órganos de gobierno, la dirección y el personal del FSI.
14. La relación con terceros a los fines de la administración operativa del FSI debe estar sustentada en bases económicas y financieras, y regirse por reglas y procedimientos claros.
15. Las operaciones y actividades del FSI en los países receptores deben cumplir con todos los requisitos regulatorios y de información aplicables en los países en los que operan.
16. El marco y los objetivos de gobierno, así como la forma en la que la dirección del FSI es operativamente independiente del propietario, deben divulgarse al público.

17. Debe divulgarse al público información financiera pertinente del FSI para demostrar su orientación económica y financiera a fin de contribuir a la estabilidad de los mercados financieros internacionales y aumentar la confianza en los países receptores.
18. La política de inversión del FSI debe ser clara y congruente con los objetivos definidos, la tolerancia al riesgo y la estrategia de inversión establecidos por el propietario o por los órganos de gobierno, y regirse por principios prudentes de gestión de cartera.
 - 18.1. La política de inversión debe guiar la exposición del FSI al riesgo financiero y la posible utilización de apalancamiento.
 - 18.2. La política de inversión debe definir en qué medida se prevén emplear gestores de inversión internos y/o externos, el alcance de sus actividades y facultades y el proceso mediante el cual se los selecciona y se supervisa su desempeño.
 - 18.3. Debe divulgarse al público una descripción de la política de inversión del FSI.
19. Las decisiones de inversión del fondo soberano deben estar destinadas a maximizar las rentabilidades financieras ajustadas en función del riesgo de una manera coherente con la política de inversión, y en función de fundamentos económicos y financieros.
 - 19.1. Las decisiones de inversión del fondo soberano deben estar destinadas a maximizar las rentabilidades financieras ajustadas en función del riesgo de una manera coherente con la política de inversión, y en función de fundamentos económicos y financieros.
 - 19.2. La gestión de los activos de un FSI debe ser congruente con las prácticas generalmente aceptadas de gestión prudente de activos.
20. El FSI no debe tratar de conseguir ni sacar provecho de información privilegiada o influencias indebidas del Estado general al competir con entidades del sector privado.

21. Los FSI consideran que los derechos de propiedad de los accionistas constituyen un elemento fundamental del valor de sus inversiones patrimoniales. Si un fondo soberano decide ejercer sus derechos de propiedad, debe hacerlo de una manera que sea congruente con su política de inversión y que proteja el valor financiero de sus inversiones. El FSI debe divulgar al público su sistema general de votación en relación con títulos de empresas cotizadas, incluidos los factores clave que rigen el ejercicio de tales derechos.
22. El FSI debe contar con un marco que identifique, evalúe y gestione los riesgos de sus operaciones.
 - 22.1. El marco de gestión del riesgo debe incluir información confiable y sistemas de información oportunos que permitan un seguimiento y una gestión adecuados de los riesgos pertinentes dentro de parámetros y niveles aceptables, mecanismos de control e incentivo, códigos de conducta, planificación de continuidad de las operaciones, y una función de auditoría independiente.
 - 22.2. Debe divulgarse al público el enfoque general del marco de gestión del riesgo del fondo soberano.
23. Debe medirse la rentabilidad (absoluta y relativa a índices de referencia, si los hubiere) de los activos y la inversión del FSI e informarse al propietario según principios o normas claramente definidos.
24. Un proceso de revisión periódica de la aplicación de los PPGA debe ser contratado por el fondo o por cuenta y orden de este.

Anexo II: Índice Linaburg- Mudell

El índice creado por Carl Linaburg y Michael Mudell, utilizado internacionalmente como referencia para referirse a la transparencia de cada FSR, se calcula con la suma de los siguientes atributos:

Índice Linaburg- Maduell	
+1	El fondo provee información sobre su historia incluyendo las razones de su creación, el origen de la riqueza y la estructura de gobierno.
+1	El fondo provee información actualizada en forma anual de reportes independientes y auditados.
+1	El fondo provee información sobre el porcentaje de participación en holdings y su locación geográfica.
+1	El fondo provee información sobre el valor de mercado del portafolio, retornos, etc.
+1	El fondo provee directrices sobre estándares éticos, políticas de inversión, etc.
+1	El fondo provee información sobre estrategias y objetivos.
+1	El fondo identifica con claridad sus subsidiarias e información de contacto.
+1	El fondo identifica managers externos, en caso de aplicarse.
+1	El fondo maneja su propio sitio web.
+1	El fondo provee información de contacto (Dirección, teléfono, Fax, etc.).

Fuente: SWF Institute.