

ACUMULACIÓN DE ACTIVOS EXTERIORES POR PARTE DE LAS AUTORIDADES EN LOS MERCADOS EMERGENTES

ARTÍCULOS

Acumulación de activos
exteriores por parte
de las autoridades
en los mercados
emergentes

En el último decenio, las reservas internacionales mundiales y otros activos financieros de propiedad pública han crecido a un ritmo notable y es probable que sobrepasen hoy día la cifra de 10 billones de dólares. Si bien los expertos y los académicos no han llegado todavía a un acuerdo sobre los niveles óptimos de reservas, en el presente artículo se llega a la conclusión de que el significativo aumento de las reservas internacionales y de los fondos soberanos de riqueza en las economías exportadoras de materias primas tiene su explicación, hasta cierto punto, en consideraciones de equidad intergeneracional. En el caso de las economías de Asia, en las que la acumulación de activos exteriores por parte de los bancos centrales y los gobiernos es, principalmente, un reflejo de la inflexibilidad de los regímenes cambiarios en vigor, el argumento económico para mantener grandes volúmenes de activos exteriores parece más débil. Las consecuencias del aumento de las reservas internacionales y de los activos exteriores en poder de los fondos soberanos de riqueza para el sistema financiero mundial son difíciles de predecir. Una mayor transparencia en este terreno ayudaría a estudiar las posibles repercusiones mundiales al respecto y también contribuiría a una mayor estabilidad financiera a escala internacional.

I INTRODUCCIÓN

En el último decenio, los gobiernos de las economías emergentes han acumulado considerables tenencias de activos financieros exteriores, principalmente en forma de reservas internacionales. Más recientemente, los fondos soberanos de riqueza, que gestionan activos financieros de los gobiernos no incluidos en las reservas internacionales «tradicionales», han experimentado un rápido crecimiento y han sido objeto de gran atención en el debate público. El ritmo cada vez más rápido al que los gobiernos de las economías emergentes invierten en los mercados financieros mundiales se ha convertido en un importante tema de política económica. En este contexto, se examinan a continuación, en primer lugar, las causas que motivan la acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en esas economías, teniendo en cuenta las fuentes de financiación utilizadas para financiar esas inversiones, así como los medios e instrumentos que utilizan los gobiernos para canalizar su ahorro a los mercados financieros mundiales. A continuación, se presenta un análisis positivo de las tendencias observadas en la acumulación de reservas internacionales tradicionales en el último decenio y se hace balance de los debates sobre las dos principales cuestiones de política conexas, a saber, si las reservas internacionales han crecido demasiado y en qué medida los cambios en la composición por monedas de dichas reservas se han producido ya o aún están por producirse. Finalmente, se examina la evidencia disponible sobre la acumula-

ción de activos por parte de los fondos soberanos de riqueza y se presenta una evaluación provisional del posible impacto de dichos fondos sobre el sistema financiero mundial.

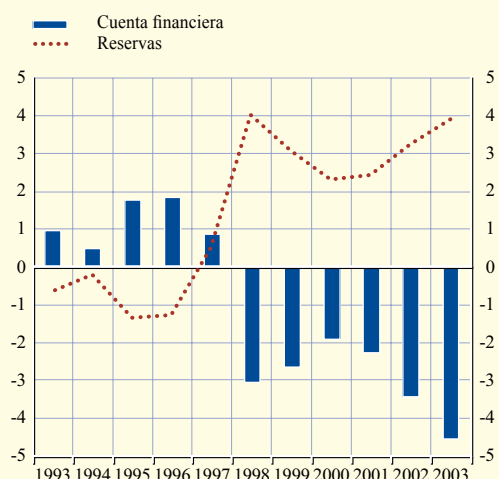
2 ORIGEN Y RAZONES DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Tradicionalmente, las razones para mantener reservas internacionales se han explicado, sobre todo, en función de las necesidades del banco central en materia de transacciones¹. Dichas necesidades incluyen la financiación transitoria de las importaciones, las intervenciones en los mercados de divisas, o la compensación de las salidas de capital. En este contexto, se argumenta también que la acumulación de reservas internacionales ha tenido lugar por motivos de autoaseguramiento, como resultado del deseo de las autoridades de protegerse frente a interrupciones súbitas de las entradas de capital en el futuro, en cuyo caso, las reservas pueden utilizarse para ayudar a las empresas nacionales y evitar así una crisis financiera. Las crisis financieras de Asia y América Latina en los años noventa han reafirmado, de hecho, la importancia de los motivos de transacción y de precaución a la

¹ Véanse, por ejemplo, Chinn, Menzie D. y Frankel, Jeffrey A. (2008), «The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency», documento de trabajo n.º 13909 del National Bureau of Economic Research (NBER), y Beck, Roland y Rahbari, Ebrahim (2008), «Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», Documento de Trabajo n.º 916, BCE.

Gráfico 1 Cuenta financiera y reservas internacionales en las economías emergentes de Asia

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

hora de mantener reservas internacionales. En realidad, las economías emergentes de Asia no comenzaron a acumular un volumen significativo de reservas internacionales hasta después de la súbita interrupción experimentada en 1997, que dio lugar a unas masivas salidas netas de capital (véase gráfico 1).

Más recientemente, la literatura académica ha atribuido la masiva reconstrucción de las reservas a razones «mercantilistas»². Según esta opinión, la acumulación de reservas internacionales es el resultado de los regímenes cambiarios dirigidos de los países que se fijan como objetivo la competitividad internacional del tipo de cambio, a fin de fomentar un crecimiento «inducido por las exportaciones». La literatura empírica tiende, no obstante, a concluir que los motivos tradicionales de transacción y precaución han sobrepasado históricamente a las razones mercantilistas³, lo cual quizá no resulte sorprendente habida cuenta de que las crisis financieras han sido un suceso recurrente incluso en los últimos años. De hecho, entre 1995 y 2003, los países experimentaron crisis financieras, bien en forma de interrupciones súbitas de las entradas de capital o de masivas fugas de capital de los inversores nacionales al menos en 36 casos (véase cuadro 1). Incluso en fechas más re-

2 Véase, por ejemplo, Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David y Garber, Peter (2004), «The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries», Documento de Trabajo n.º 10332, NBER.

3 Véase, por ejemplo, Aizenman, Joshua y Lee, Jaewoo (2008), «The Real Exchange Rate, Mercantilism and the Learning by Doing Externality», Documento de Trabajo n.º 13853, NBER.

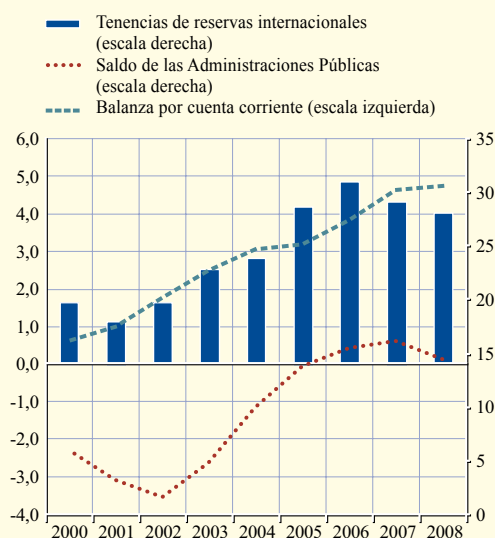
Cuadro 1 Crisis de la cuenta financiera entre 1995 y 2003

País	Comienzo de la crisis	País	Comienzo de la crisis
Argentina	Enero de 1995	Pakistán	Mayo de 1998
Brasil	Febrero de 1995	Chile	Junio de 1998
Sri Lanka	Febrero de 1995	Jordania	Octubre de 1998
India	Mayo de 1995	Turquía	Octubre de 1998
Filipinas	Junio de 1995	Brasil	Enero de 1999
Pakistán	Septiembre de 1995	Perú	Febrero de 1999
Chile	Octubre de 1995	República Eslovaca	Abril de 1999
Sudáfrica	Noviembre de 1996	Argentina	Agosto de 1999
Hungría	Diciembre de 1996	Grecia	Octubre de 1999
Tailandia	Diciembre de 1996	Indonesia	Diciembre de 1999
Brasil	Enero de 1997	Filipinas	Enero del 2000
República Checa	Enero de 1997	Venezuela	Marzo del 2000
Filipinas	Junio de 1997	Sri Lanka	Noviembre del 2000
Perú	Julio de 1997	Argentina	Marzo del 2001
República Eslovaca	Julio de 1997	Corea	Abril del 2001
Corea	Septiembre de 1997	Turquía	Junio del 2001
Indonesia	Diciembre de 1997	República Eslovaca	Agosto del 2003
Colombia	Abril de 1998	Pakistán	Diciembre del 2003

Fuentes: Rothenberg, Alexander D. y Warnock, Francis E. (2006), «Sudden Flight and True Sudden Stops», Documento de Trabajo n.º 12726, NBER.

Gráfico 2 Reservas internacionales, balanza por cuenta corriente y saldo presupuestario de las economías emergentes

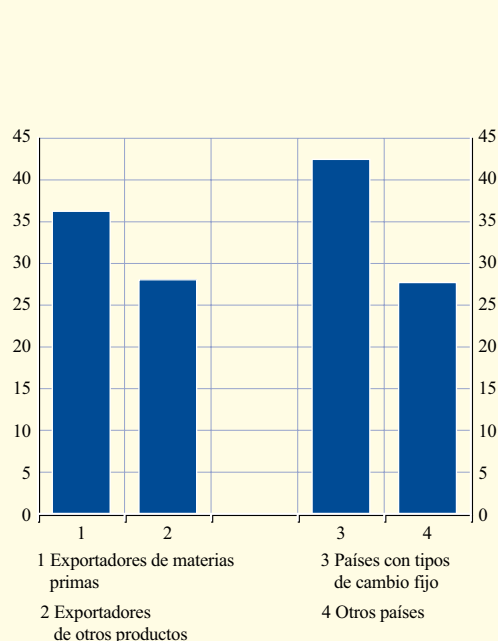
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Gráfico 3 Reservas internacionales de los exportadores de materias primas, países con tipos de cambio fijo y otras economías emergentes

(2008, media sin ponderar en porcentaje del PIB)



Fuentes: Proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

cientes, algunos mercados emergentes han registrado salidas de capital y pérdidas de reservas en el marco de la actual crisis financiera mundial. En algunos países, los elevados volúmenes de reservas se han utilizado también para proporcionar al sistema bancario nacional liquidez en moneda extranjera.

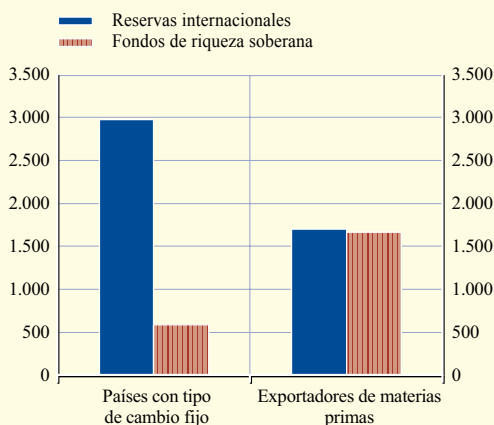
La acumulación de grandes volúmenes de activos exteriores por parte de las economías emergentes procede, principalmente, de dos fuentes, a saber, los ingresos netos de divisas a través del comercio y de las entradas de capital. Desde una perspectiva de balanza de pagos, los superávits por cuenta corriente se traducen en ahorro del sector privado o del sector público, que se invierte en el exterior. Lo que resulta sorprendente y específico de muchas economías emergentes es que dichos superávits se transformen, en su mayoría, en acumulación de activos financieros exteriores del sector público y no en salidas de capital del sector privado, como es el caso en la mayoría de las economías industrializadas. De hecho,

en términos agregados, las economías emergentes han mejorado sensiblemente los saldos del sector público en los últimos años de crecimiento sin precedentes de sus reservas internacionales, de lo que se deduce que una parte sustancial de las ganancias presupuestarias provenientes de los abultados superávits comerciales en muchas economías emergentes se han canalizado hacia los mercados financieros mundiales a través de salidas de capital oficiales en forma de reservas internacionales o de fondos soberanos de riqueza (véase gráfico 2).

Un grupo de países que ha acumulado grandes volúmenes de activos exteriores soberanos son las economías ricas en recursos naturales que, en los últimos años, se han beneficiado de los elevados precios del petróleo y otras materias primas y, por consiguiente, han atesorado activos exteriores a un ritmo notable, muy superior al de las economías emergentes no exportadoras de materias primas (véase gráfico 3). En estos países, los activos exteriores también sirven,

Gráfico 4 Reservas internacionales y fondos de riqueza soberana

(en miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Beck, Roland y Fidora, Michael (2008), «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper n.º 91, julio del 2008, BCE.

en parte, al propósito de estabilizar los ingresos públicos y los provenientes de las exportaciones que, de lo contrario, reflejarían la volatilidad de los precios del petróleo y de las materias primas. Un segundo motivo por el que las economías ricas en recursos naturales acumulan activos exteriores es el deseo de ahorrar para las futuras generaciones, ya que los recursos naturales no son renovables y se agotarán en algún momento.

Un segundo grupo de países, especialmente de Asia, ha venido acumulando activos exteriores a través de ingresos procedentes de superávit comerciales que no tienen una relación directa con la reciente subida de los precios de las materias primas, sino más bien con el régimen cambiario que han decidido adoptar. Muchos de esos países habían experimentado una fuerte depreciación de sus monedas durante las crisis financieras de finales de los años noventa y, posteriormente, vincularon sus monedas —de iure o de facto— al dólar estadounidense. Al iniciarse su recuperación económica, una vez superadas las crisis, ello facilitó la aplicación de políticas encaminadas a fomentar un crecimiento económico inducido por las exportaciones (véase gráfico 3). Las tasas de ahorro de este grupo de países parecen elevadas en comparación con los niveles internacionales e históricos.

Tradicionalmente, los gobiernos han acumulado activos exteriores principalmente en forma de reservas oficiales por motivos de transacción de los bancos centrales que exigen mantener carteras de reservas compuestas por valores extranjeros de elevada liquidez. Sin embargo, con el paso de los años, algunos gobiernos han comenzado a recurrir cada vez más a los fondos soberanos de riqueza para gestionar sus inversiones extranjeras. Destaca el hecho de que muchos exportadores de materias primas —también entre las economías industrializadas— han creado fondos soberanos de riqueza o instrumentos similares en los últimos 50 años. Al parecer, los gobiernos de las economías exportadoras de materias primas tienen como mínimo la mitad de sus activos exteriores en este tipo de fondos (véase gráfico 4). En cierta medida, ello podría reflejar el hecho de que el motivo transacción para mantener activos exteriores está dominado por el motivo «inversión», dado que la necesidad de ahorrar para las futuras generaciones parece haber cobrado importancia en relación con los objetivos de estabilización macroeconómica.

Los países con regímenes cambiarios inflexibles han gestionado hasta hace poco sus activos exteriores dentro de las reservas internacionales de los respectivos bancos centrales, debido a la importancia de los motivos de transacción en el contexto de la estabilización de la balanza de pagos y de un historial de crisis financieras (véase gráfico 4). No obstante, varios de esos países también han creado fondos soberanos de riqueza para gestionar parte de sus activos exteriores, lo que indica que las autoridades de esos países estiman que han acumulado activos exteriores por encima de sus necesidades por motivos de transacción o como una forma de aseguramiento frente a posibles interrupciones súbitas de la afluencia de capital.

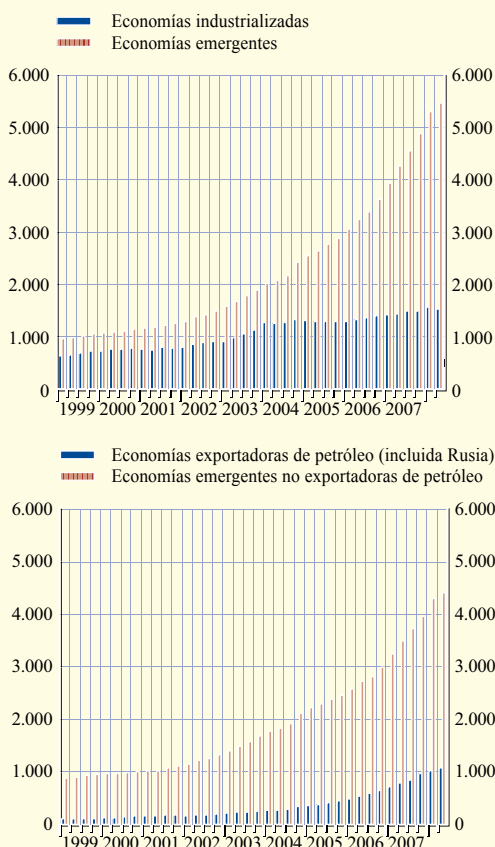
3 AUMENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SUS REPERCUSIONES

TENDENCIAS RECIENTES DEL CRECIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales mundiales han aumentado significativamente en los diez últimos años,

Gráfico 5 Reservas internacionales mundiales por subgrupos

(miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

Notas: El agregado «países exportadores de petróleo» comprende Argelia, Indonesia, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Omán, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela (definición del FMI en la publicación *International Financial Statistics*) y Rusia, país cuyas exportaciones de petróleo y gas representan más del 50% del total de exportaciones.

pasando de alrededor de 1.600 mm de euros en 1999 a más de 7.000 mm de euros a finales de junio del 2008. Durante el mismo período, los precios del crudo se han multiplicado por diez, desde unos 12 dólares estadounidenses el barril en 1999 hasta más de 120 dólares a finales de junio del 2008, aunque han vuelto a descender recientemente. Sin embargo, mientras que en varios países el aumento de los ingresos provenientes del petróleo y de otras materias primas es la principal causa del acusado incremento de la acumulación de reservas, no sucede lo mismo en el caso de otros mercados emergentes.

Al desagregar el aumento de las reservas internacionales por grupos de países, se observa que el incremento se ha producido casi en su totalidad en las economías emergentes y no en las economías industrializadas, con la excepción de Japón, en la medida en que las reservas han aumentado desde menos de 1.000 mm de dólares estadounidenses en 1999 hasta cerca de 5.500 mm de dólares en junio del 2008 (véase panel superior del gráfico 5). Al mismo tiempo, el incremento de las reservas internacionales en las economías emergentes no se ha limitado a los países exportadores de materias primas (véase panel inferior del gráfico 5). Por el contrario, los países exportadores de petróleo representan, en dólares estadounidenses en términos absolutos, sólo una proporción relativamente pequeña de las reservas totales en poder de las economías emergentes, aún cuando se incluye a Rusia en este subgrupo de países (véase panel inferior del gráfico 5).

Considerando los abultados superávit por cuenta corriente que registran los países exportadores de petróleo, esta observación parece sorprendente a primera vista, ya que cabría esperar que las autoridades de esos países hubieran acumulado considerables reservas internacionales. Sin embargo, hasta cierto punto, el crecimiento relativamente moderado de las reservas internacionales en las economías exportadoras de petróleo puede atribuirse a la acumulación de activos exteriores en fondos de riqueza soberana, que no se incluyen en la categoría de reservas internacionales y que se analizarán en la sección siguiente del presente artículo.

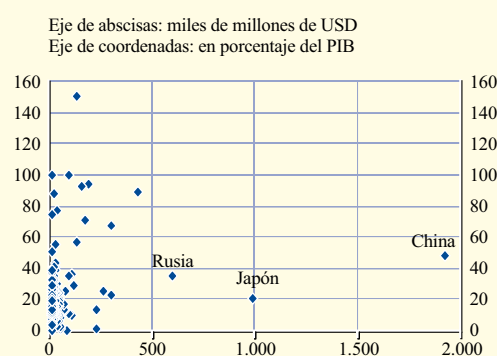
A nivel individual de países, el crecimiento de las reservas exteriores en los diez últimos años se ha concentrado, principalmente, en unos pocos países, a saber, China, Japón y Rusia, que, en conjunto, representan más del 70% del aumento que han experimentado dichas reservas desde 1999 (véase cuadro 2)⁴.

Esto significa que el grado de concentración de las tenencias de reservas internacionales se ha incremen-

4 Oficialmente, las autoridades japonesas dejaron de intervenir en el mercado de divisas en el año 2004. Desde entonces, las reservas de Japón han seguido aumentando, como resultado de los rendimientos obtenidos de estos activos exteriores y de efectos de valoración.

Gráfico 6 Reservas internacionales mundiales en términos absolutos y relativos

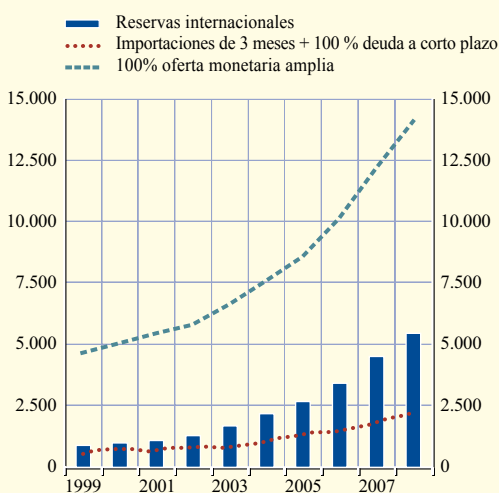
(2008)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico hace referencia a los 162 países miembros del FMI, excluidos Bahamas, Maldivas, Eritrea y las islas Salomón, debido a la falta de datos fiables sobre reservas. Las cifras de finales del 2008 corresponden a las proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI.

Gráfico 7 Tenencias de reservas e indicadores de adecuación de las reservas en las economías emergentes

(miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

tado notablemente en los dos últimos años. Concretamente, la proporción de las reservas internacionales mundiales que representan las tenencias de China ha aumentado desde un 9%, aproximadamente, en 1999 hasta alrededor del 31% en junio del 2008.

No obstante, la acumulación de reservas es un fenómeno más generalizado, ya que muchas economías abiertas de pequeño tamaño han acumulado niveles notables de reservas internacionales (véase gráfico 6). Medidas como porcentaje del PIB, las reservas en poder de algunas de esas economías

más pequeñas exceden a las que mantienen muchos tenedores de mayor tamaño.

CONSECUENCIAS DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

El notable aumento de las reservas internacionales ha planteado la cuestión de si el incremento registrado en los mercados emergentes no será excesivo desde el punto de vista normativo. La mayoría de las reglas empíricas respecto a cuáles deben ser los niveles adecuados de reservas sugieren que las re-

Cuadro 2 Principales países que acumulan reservas internacionales

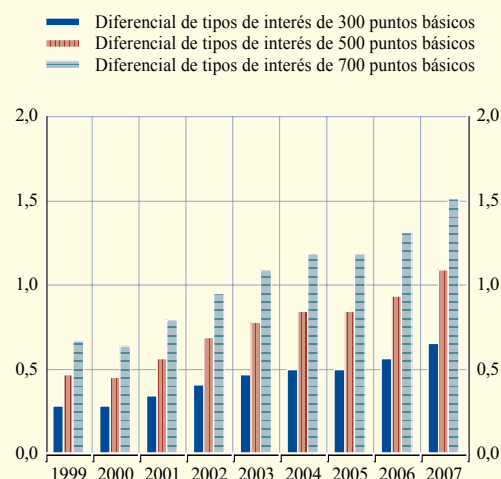
(junio del 2008 frente a marzo de 1999)

		Marzo 1999	Junio 2008	Variación	
		(miles de millones de USD)	(miles de millones de USD)	(miles de millones de USD)	(porcentaje)
1	China continental	146,6	1.756,7	1.610,0	1.098
2	Japón	211,4	973,8	762,4	361
3	Rusia	6,7	554,1	547,4	8.200
4	India	29,5	302,3	272,8	924
5	Taiwán, provincia de China	93,0	290,1	197,1	212
6	Brasil	31,2	199,8	168,6	540
7	Argelia	5,1	133,2	128,1	2.490
8	Tailandia	28,9	103,0	74,1	257
9	México	30,8	93,0	62,3	203
10	Turquía	21,2	75,5	54,3	256

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, fuentes nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 8 Coste de mantener un exceso
de reservas en las economías emergentes**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE basados en la metodología desarrollada en Rodrik, Dani (2006), «The social cost of foreign exchange reserves», *International Economic Journal*, vol. 20 (3).

Notas: El exceso de reservas se calcula como la diferencia entre las tenencias reales de reservas y las reservas exigidas para cubrir tres meses de importaciones; el diferencial de tipos de interés se refiere a la diferencia entre la rentabilidad de la inversión nacional y la inversión extranjera.

servas internacionales en poder de dichos mercados han crecido muy por encima de lo necesario para cubrir tres meses de importaciones o el 100% de la deuda a corto plazo, o incluso la suma de estos dos conceptos (véase gráfico 7), que son las reglas que se utilizan a menudo para determinar la adecuación de las reservas. Otro indicador que, a tal efecto, se ha sugerido con frecuencia en la literatura es la oferta monetaria en sentido amplio, ya que la demanda de divisas en un periodo de «fuga súbita» podría ascender al total de la demanda interna de dinero⁵. Cuando se aplica este indicador más bien extremo, en virtud del cual se requeriría mantener reservas por un importe superior al que se exige en un régimen de currency board, las reservas internacionales de las economías emergentes no parecen excesivamente grandes, como se indica en el gráfico 7.

No obstante, esos cálculos deben considerarse con cautela. Una evaluación más sistemática de la suficiencia de reservas requiere, de hecho, un cuidadoso análisis de los costes y los beneficios que conlleva la

tenencia de reservas internacionales⁶. Cuando éstas son cuantiosas, los costes para las respectivas economías pueden ser considerables. Desde la perspectiva del sector público, suele considerarse la diferencia entre el tipo de interés al que se remunera la deuda pública interna y el rendimiento de las reservas internacionales como un indicador de los costes fiscales que entraña el mantenimiento de las reservas. Esos costes aparecen normalmente en el balance del respectivo banco central que acumula activos exteriores mediante intervenciones esterilizadas, es decir, compras de activos exteriores y las correspondientes ventas de deuda pública interna. Sin embargo, desde una perspectiva macroeconómica, el coste de mantener reservas tiene su origen en el diferencial entre el interés de los préstamos externos privados a corto plazo y el rendimiento de los activos exteriores⁷. Algunos analistas también han sugerido que los costes sociales de mantener reservas se midan en términos del coste de oportunidad de no invertir en la economía nacional. Estos costes deben ponderarse frente a los beneficios que conllevan la tenencia de reservas internacionales. Una forma de tener en cuenta esos beneficios es considerar sólo el exceso de reservas con respecto a lo que sería necesario a efectos de transacción. Aproximando las reservas necesarias para fines de balanza de pagos con reglas empíricas tradicionales, como la cobertura de tres meses de importaciones, y considerando otros supuestos respecto al diferencial de tipos de interés pertinente cabría pensar que los costes que entraña el mantenimiento de reservas podrían haber aumentado hasta un 1,5% del PIB en las economías emergentes (véase gráfico 8)⁸.

5 Véase, por ejemplo, Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. y Taylor, Alan M. (2008), «Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves», Documento de Trabajo n.º 14217, NBER.

6 Véase, por ejemplo, Jeanne, Olivier y Ranciere, Romain (2008), «The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications», Discussion Paper n.º 6723 del Centre for Economic Policy Research, u Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. y Taylor, Alan M. (2008), «Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves», Documento de Trabajo n.º 14217, NBER.

7 Véase un análisis detallado en Rodrik, Dani (2006), «The social cost of foreign exchange reserves», *International Economic Journal*, Vol. 20(3).

8 Para obtener estimaciones más precisas de los costes que entraña el mantenimiento de reservas a nivel de país, pueden calcularse los costes estrictamente fiscales utilizando los diferenciales entre (normalmente) los tipos de interés del dólar estadounidense y los nacionales. Para la mayoría de los mercados emergentes no hay datos disponibles sobre los tipos de interés del endeudamiento privado externo a corto plazo ni estimaciones del rendimiento social de las inversiones internas.

Una última cuestión a considerar son las repercusiones de la rápida acumulación de reservas en los mercados emergentes para las economías industrializadas y, en particular, para Estados Unidos y la zona del euro, en donde se invierte una gran parte de dichas reservas. De hecho, se ha argumentado que, en virtud del régimen actual de tipos de cambio fijos vigente en varias economías emergentes, los bancos centrales de estas economías han contribuido cada vez más a la financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y a que los tipos de interés reales sean excepcionalmente bajos al invertir el grueso de sus reservas internacionales en deuda pública estadounidense de bajo rendimiento⁹. Según este razonamiento, a los países con tipos de cambio controlados frente al dólar estadounidense les resulta difícil diversificar sus carteras de reservas, ya que dichos tipos serían incoherentes con el marco gene-

ral de su política cambiaria. Otros han subrayado que el aumento de las reservas puede ofrecer un margen para la «diversificación de las reservas»¹⁰. La evidencia empírica disponible sugiere, no obstante, que la composición por monedas de las reservas internacionales mundiales, tras un aumento gradual del porcentaje que representa el euro durante

⁹ Véanse algunas consideraciones de carácter macroeconómico en este contexto en Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David y Garber, Peter (2004), «The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries», Documento de Trabajo n.º 10332, NBER. Respecto al impacto sobre los tipos de interés de Estados Unidos, véase Warnock, Francis E. y Warnock, Veronica Caddac (2006), «International Capital Flows and U.S. Interest Rates», Documento de Trabajo n.º 12560, NBER.

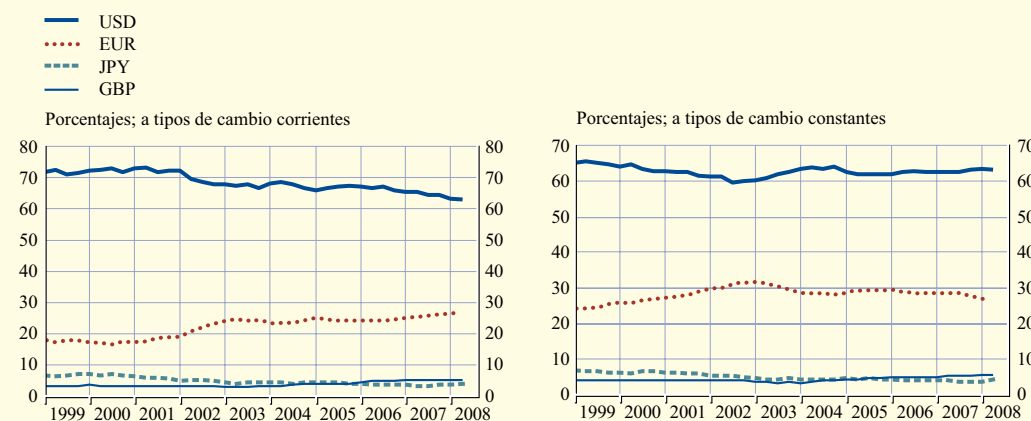
¹⁰ Véase, por ejemplo, Summers, Lawrence H. (2006) «Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation», discurso pronunciado en la conferencia en memoria de L. K. Jha en el Banco de Reserva de India.

Recuadro 9

COMPOSICIÓN POR MONEDAS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES MUNDIALES

La composición por monedas de las reservas internacionales se ha mantenido relativamente estable durante el tiempo en que han estado aumentando en las economías emergentes, según se desprende de los datos del FMI sobre la composición de las reservas exteriores mundiales que, sin embargo, sólo incluye dos tercios del total de dichas reservas (véase panel izquierdo del gráfico). Hasta cierto punto, el gradual descenso de la proporción de dólares estadounidenses y el incremento del porcentaje de euros en las reservas reflejan efectos de valoración, como se observa cuando esas proporciones se miden a tipos de

Participación de cada moneda en las reservas internacionales mundiales (incluida la composición por monedas divulgada)



Fuente: BCE (2008), «El papel internacional del euro», julio del 2008.

cambio constantes (véase panel derecho del gráfico). Además, el paulatino aumento en la utilización del euro —en particular en los primeros años de funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria Europea— podría ser consecuencia de la adopción de una política monetaria creíble y orientada a la estabilidad, así como la mejora de la liquidez en los mercados de capitales de la zona del euro¹.

Además, las tendencias antes mencionadas respecto a la composición por monedas de las reservas internacionales también podrían reflejar la decreciente importancia de los motivos de transacción en la gestión de las reservas de los bancos centrales, ya que muchas economías emergentes pueden haber acumulado reservas por encima de los niveles de aseguramiento². Dado que esos motivos de transacción parecen favorecer normalmente el uso del dólar estadounidense como moneda de reserva, su importancia cada vez menor en la gestión de las reservas podría interpretarse como una de las posibles causas del aumento de la participación del euro a principios de la década del 2000.

1 Véase un análisis detallado en «El papel internacional del euro», BCE, julio del 2008.

2 Véase, por ejemplo, Beck, Roland y Rahbari, Ebrahim (2008), «Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», Documento de Trabajo n.º 916, BCE.

los primeros años de la Unión Monetaria Europea, se ha mantenido relativamente estable en los dos últimos años (véase recuadro).

4 EL AUMENTO DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

Los fondos de riqueza soberana, definidos en sentido amplio como organismos que gestionan una parte de los activos exteriores de los gobiernos, han crecido rápidamente en los últimos años y han atraído una considerable atención del público. Aunque no existe una definición comúnmente aceptada de estos fondos, pueden identificarse tres elementos que son comunes a todos ellos. En primer lugar, son de propiedad estatal. En segundo lugar, no están sujetos a un flujo comprometido de pagos permanentes como ocurre, por ejemplo, con los fondos de pensiones y, en tercer lugar, se gestionan por separado de las reservas internacionales oficiales¹¹. Además, la mayoría de los fondos de riqueza soberana comparten ciertas características que tienen su origen en su naturaleza específica. Por ejemplo, la ausencia de un flujo continuo de pagos favorece la aplicación de estrategias de inversión a largo plazo, como las adoptadas por la mayoría de estos fondos. A este respecto, los fondos de riqueza soberana se diferencian de los fondos de pensiones soberanos

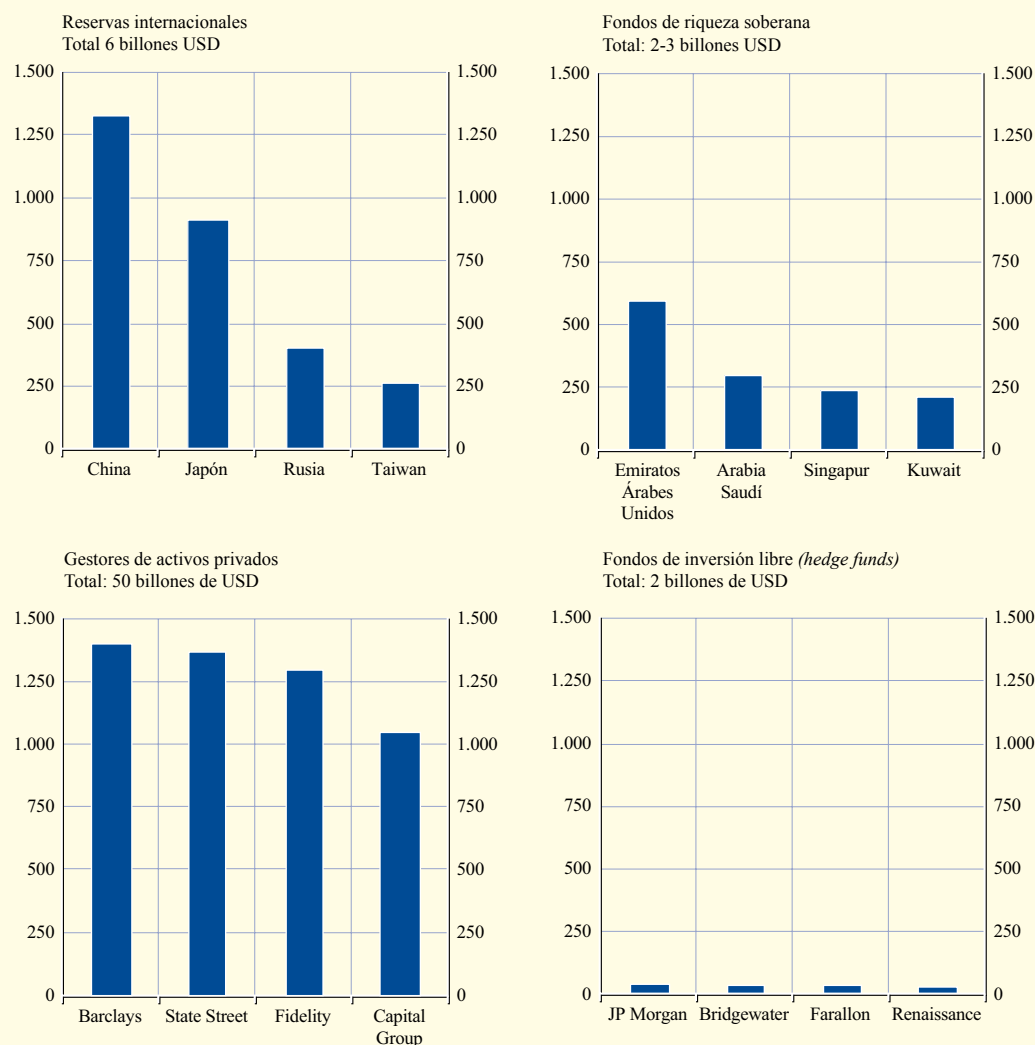
que operan con sujeción a unas obligaciones explícitas y tienen que hacer frente a un flujo continuo de pagos, lo que convierte a los fondos de riqueza soberana en un vehículo más similar a los fondos de inversión privados. En segundo lugar, la ausencia de obligaciones explícitas también influye en la disposición a asumir riesgos, ya que, según la teoría estándar, la proporción de valores de renta fija es más alta en los fondos que están sujetos a pagos recurrentes. En tercer lugar, la mayoría de los fondos de riqueza soberana parecen tener una notable exposición a la inversión extranjera o incluso están invertidos totalmente en activos exteriores.

Se estima que actualmente los fondos de riqueza soberana gestionan entre 2.000 y 3.000 mm de dólares estadounidenses, aunque esas estimaciones están sujetas a un grado de incertidumbre conside-

11 El Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberana define estos fondos como «mecanismos o fondos de inversión de propósito especial y propiedad de las Administraciones Públicas. Creados por las Administraciones Públicas para fines macroeconómicos, dichos fondos mantienen, gestionan o administran activos para alcanzar objetivos financieros y aplican una serie de estrategias de inversión, incluida la inversión en activos financieros exteriores. Los fondos de riqueza soberana se crean normalmente a partir de los superávits de balanza de pagos, las operaciones oficiales en divisas, los ingresos provenientes de las privatizaciones, los superávits fiscales y/o los ingresos resultantes de la exportación de materias primas».

Gráfico 9 Principales gestores de activos privados y soberanos

(en miles de millones de USD)



Fuente: Beck, Roland y Fidora, Michael (2008); «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper, n.º 91, julio del 2008, BCE.

rable, dado que la mayoría de dichos fondos no publican información detallada sobre su tamaño ni sobre la distribución de los activos, y que la frontera entre los fondos de riqueza soberana y otras instituciones financieras públicas, como los bancos de desarrollo, es difusa en algunos casos.

Los fondos de riqueza soberana más grandes gestionan un volumen de activos mayor que el de los principales fondos de alto riesgo (hedge funds) mundiales, aunque su exposición al mercado es

notablemente menor que el de los principales gestores de activos internacionales. Por lo que respecta al tamaño relativo de los fondos de riqueza soberana, los activos totales son relativamente pequeños en comparación con los más de 50.000 mm de dólares estadounidenses que administra el sector de gestores de activos privados. No obstante, los fondos de riqueza soberana más grandes gestionan actualmente carteras del mismo orden de magnitud que las de las principales empresas de inversión privadas y —en la medida en que los superávit de balanza de pagos se

acumulen cada vez más en este tipo de fondos o las reservas existentes se movilicen hacia esos fondos —podrían, en el futuro, sobrepasar las carteras de los gestores de inversiones privados más grandes (véase gráfico 9).

Se estima que los países exportadores de petróleo, principalmente de Oriente Medio, pero también el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, concentran la mayor parte de los activos totales gestionados por los fondos de riqueza soberana, probablemente entre 1.200 y 2.200 mm de dólares estadounidenses, aunque esta estimación está sujeta a un grado de incertidumbre considerable (véase cuadro 3).

Una fracción menor, de alrededor de 600 mm de dólares estadounidenses, corresponde a las economías

emergentes de Asia, especialmente Singapur, que lleva administrando fondos de riqueza soberana desde la década de los años setenta. No obstante, otras economías industrializadas, además de Noruega, han creado fondos de esta naturaleza destinados, principalmente, a ahorrar los ingresos provenientes de la explotación de los recursos naturales. En resumen, una estimación plausible de los activos totales gestionados por los fondos de riqueza soberana los situaría entre 2.000 y 3.000 mm de dólares estadounidenses.

A pesar de la escasa información disponible, pueden identificarse dos características principales de la composición de la cartera de los fondos de riqueza soberana: en primer lugar, la mayor parte de las tenencias de estos fondos corresponde a inver-

Cuadro 3 Principales fondos de riqueza soberana del mundo

(en miles de millones de USD)

País	Fondo	Activos	Inversión extranjera	Inversión en renta variable
Exportadores de petróleo		1240-2220		
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Council	400-800	elevada	elevada
Noruega	Government Pension Fund – Global	373	elevada	media
Arabia Saudí	SAMA	300	elevada	baja
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213	elevada	elevada
Emiratos Árabes Unidos	Investment Corporation of Dubai	20-80	elevada	elevada
Qatar	Qatar Investment Authority	20-60	elevada	elevada
Libia	Libyan Investment Authority	20-60	elevada	elevada
Brunei	Brunei Investment Agency	10-50	elevada	elevada
Noruega	Government Pension Fund – Norway	~20	baja	media
Rusia	National Welfare Fund	~24	elevada	elevada
Kazajstán	National Oil Fund	22	elevada	baja
Malasia	Khazanah Nasional Berhad	~18	baja	elevada
Sudeste asiático		~585		
China	China Investment Corporation	~200	elevada	elevada
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	~130	elevada	elevada
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio	~112	elevada	baja
Singapur	Temasek Holdings	~108	media	elevada
Corea	Korea Investment Corporation	~20	elevada	elevada
Taiwán	National Stabilisation Fund	~15	baja	elevada
Otros		~138		
Australia	Government Future Fund	~49	media	media
Estados Unidos	Alaska Permanent Fund Corporation	~38	media	media
Estados Unidos	Permanent University Fund	~20	media	media
Estados Unidos	New Mexico State Investment	~16	media	media
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	~15	media	media
TOTAL		1963-2943		

Fuente: Beck, Roland y Fidora, Michael (2008); «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper, n.º 91, julio del 2008, BCE.

sión en el extranjero, aunque algunos fondos de riqueza soberana también limitan su cartera a los activos nacionales. En segundo lugar, la proporción de activos con riesgo en las carteras de los fondos de riqueza soberana parece ser sustancial.

De hecho, en los últimos años, estos fondos han adquirido notables participaciones en importantes empresas que cotizan en mercados bursátiles de economías industrializadas, especialmente, del sector financiero (cuadro 4). En conjunto, la pro-

Cuadro 4 Principales inversiones de los fondos de riqueza soberana desde el 2007

(en miles de millones de USD y porcentaje del valor de la empresa)

Fondo de riqueza soberana	Empresa adquirida	Valor de la operación	
		(en miles de millones USD)	(en porcentaje del valor de la empresa)
GIC of Singapore	UBS	9,8	8,6
Abu Dhabi Investment Council	Citigroup	7,6	4,9
GIC of Singapore	Citigroup	6,9	4,4
Investment Corporation of Dubai	MGM Mirage	5,1	9,5
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0	9,9
Temasek (Singapur)	Merrill Lynch	5,0	11,3
Qatar Investment Authority	Barclays	4,0	8,0
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3,7	25,0
KIA (Kuwait)	Merrill Lynch	3,4	7,0
China Development Bank	Barclays	3,0	3,1
China Investment Corporation	Blackstone	3,0	10,0
Investment Corporation of Dubai	London Stock Exchange	3,0	28,0
Temasek (Singapur)	China Eastern Air	2,8	8,3
SAFE (China)	Total	2,8	1,6
SAFE (China)	British Petroleum	2,0	1,0
KIC (Corea)	Merrill Lynch	2,0	4,3
Temasek (Singapur)	Barclays	2,0	1,8
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2,0	20,0
Temasek (Singapur)	Standard Chartered	2,0	5,4
Undisclosed "Middle East investor"	UBS	1,8	1,6
Abu Dhabi Investment Council	Carlyle Group	1,4	7,5
Investment Corporation of Dubai	Och-Ziff Capital Management	1,3	9,9
Investment Corporation of Dubai	Mausser Group	1,2	100,0
Investment Corporation of Dubai	Alliance Medical	1,2	100,0
GIC of Singapore	Myer Melbourne	1,0	100,0
China Citic Securities	Bear Stearns	1,0	6,0
Borse Dubai	Nasdaq	1,0	19,9
Investment Corporation of Dubai	Standard Chartered	1,0	2,7
Investment Corporation of Dubai	Almatís	1,0	100,0
GIC of Singapore	Merrill Lynch Financial Centre (inmobiliaria)	1,0	100,0
Investment Corporation of Dubai	Barney's New York	0,9	100,0
Investment Corporation of Dubai	EADS	0,8	3,1
GIC of Singapore	Hawks Town (inmobiliaria)	0,8	100,0
Investment Corporation of Dubai	ICICI Bank Ltd	0,8	2,9
Temasek (Singapur)	Tokyo Westin	0,7	100,0
Mubadala Development Comp. (UAE)	Advanced Micro Devices	0,6	8,0
GIC of Singapore	WestQuay Shopping Centre (inmobiliaria)	0,6	50,0
Investment Corporation of Dubai	Sony	0,5	1,0
Qatar Investment Authority	OMX	0,5	10,0
GIC of Singapore	British Land	0,3	3,0
Investment Corporation of Dubai	Metropole Hotel (inmobiliaria)	0,3	100,0
GIC of Singapore	Kungshuset (inmobiliaria)	0,2	100,0
SAFE (China)	Commonwealth Bank of Australia	0,2	0,3
SAFE (China)	Australia and New Zealand Banking Group	0,2	0,3
SAFE (China)	National Australia Bank	0,2	0,3
GIC of Singapore	Roma Est Shopping Centre (inmobiliaria)	0,1	50,0
Temasek (Singapur)	9You Online Games	0,1	9,4
TOTAL		95,5	

Fuente: Anuncios de las empresas e informes de los medios de comunicación.

porción de inversiones de los fondos de riqueza soberana en forma de participaciones en el capital social sobrepasa, con toda probabilidad, la mitad de los activos totales.

Una cuestión importante que se desprende de estas consideraciones es si un desplazamiento gradual de las carteras oficiales hacia fondos de riqueza soberana más diversificados, en detrimento de las reservas internacionales tradicionales, podría afectar a los flujos de capital a escala mundial. Si bien la magnitud de los flujos de capital futuros resulta difícil de cuantificar, el aumento de los fondos de riqueza soberana podría, en potencia, generar flujos netos de capital entre las principales regiones que integran la economía mundial. Los cambios en la estructura de los flujos de capital internacionales, como consecuencia de dicho aumento también podría tener un impacto sobre los precios de los activos y los tipos de cambio ya sea directamente a través de las presiones de los precios sobre ciertas monedas y segmentos del mercado, o indirectamente, mediante un descenso en la aversión al riesgo media. Sin embargo, en este contexto parece probable que el cambio en la composición de las carteras de los principales tenedores de activos exteriores sólo se produzca de forma gradual, a fin de reducir al mínimo el impacto sobre la configuración de los precios de los activos.

Dada su importancia sistémica, los fondos de riqueza soberana también han sido objeto de considerable atención en varios foros de política y organismos internacionales, como el FMI y el G7, lo que ha dado lugar a la creación de un Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberana, integrado por 23 países inversores y observadores permanentes, incluidos representantes de la OCDE y del Banco Mundial. A finales del 2008, el Grupo de Trabajo Internacional, en consulta con representantes de economías industrializadas y el FMI, aceptó un conjunto de 24 prácticas y principios generalmente aceptados para los fondos de riqueza soberana, que tienen por objeto orientar los acuerdos apropiados en materia de buen gobierno y rendición de cuentas, así como la adopción de prácticas de inversión adecuadas por parte de dichos fondos. De la misma manera, la OCDE está traba-

jando en cuestiones relativas al tratamiento de los fondos de riqueza soberana en los países receptores de capital. Estos esfuerzos multilaterales están encaminados a garantizar una eficiente gestión de los activos de los fondos de riqueza soberana, basada en consideraciones exclusivamente financieras, sólidas normas de gobierno corporativo y transparencia y apertura de los mercados de capital, a fin de promover el papel potencialmente beneficioso de dichos fondos en los mercados financieros mundiales. Así pues, los fondos de riqueza soberana podrían contribuir a ampliar la base de inversores de largo plazo en títulos privados, incluidos los valores de renta fija privada, el capital inversión, los activos de los mercados emergentes, los activos inmobiliarios y las materias primas, y a una distribución y diversificación más eficientes del riesgo a nivel mundial. No obstante, para que esos efectos positivos sobre el sistema financiero internacional se materialicen es esencial que las inversiones de los fondos de riqueza soberana se basen en motivos financieros y no políticos.

5 CONCLUSIONES

Las reservas internacionales y los activos exteriores mundiales gestionados por los fondos de riqueza soberana han crecido significativamente en los diez últimos años, en la medida en que las autoridades de los mercados emergentes han acumulado activos externos por toda una serie de razones, entre las que destaca su deseo de crear un colchón de seguridad frente a posibles interrupciones súbitas de los flujos de capital. Durante las actuales turbulencias que han afectado a los mercados financieros, los altos niveles de reservas acumulados han reducido la vulnerabilidad de estos países ante los cambios en la aversión mundial al riesgo.

En la mayoría de los países exportadores de petróleo, los activos exteriores se han acumulado principalmente en fondos de riqueza soberana, ya que los motivos de equidad intergeneracional, en un contexto de recursos no renovables, han cobrado importancia en relación con los objetivos de estabilización macroeconómica.

Los grandes tenedores de reservas internacionales de Asia —en donde la acumulación de reservas refleja, en gran medida, la existencia de regímenes cambiarios inflexibles— también han comenzado recientemente a crear fondos de riqueza soberana, a fin de aumentar la rentabilidad de sus carteras de reservas. Estas transferencias de reservas internacionales tradicionales a vehículos de inversión nacionales pueden interpretarse como un indicio de que las reservas acumuladas en estos países podrían ser excesivamente elevadas.

Las transferencias de volúmenes considerables de reservas internacionales tradicionales a fondos de riqueza soberana también podría afectar a los flujos mundiales de capital, ya que estos fondos tienden a aplicar estrategias de inversión muy diferentes de las que siguen los bancos centrales. El que los fondos de riqueza soberana afecten o no a la estabilidad financiera dependerá, esencialmente, de los motivos en que se apoyen sus decisiones de inversión. De hecho, siempre y cuando dichos fondos persigan únicamente objetivos financieros, podrán

contribuir a ampliar la base de inversores de largo plazo en activos de riesgo. A este respecto, las medidas encaminadas a limitar la afluencia de capital a los países desarrollados entrañan el riesgo de reducir esos beneficios.

Dado que los bancos centrales y los fondos de riqueza soberana se han convertido en importantes participantes en el mercado dentro del sistema financiero mundial, resulta especialmente importante aumentar la transparencia en este ámbito. Si bien la cuantía de las reservas internacionales mundiales es de conocimiento público, sólo se dispone de detalles respecto a la composición de unas dos terceras partes de las mismas. En el caso de los fondos de riqueza soberana, su tamaño y composición están sujetos a un grado de incertidumbre considerable. Cualquier mejora que se introduzca en este campo, especialmente las que se realicen conforme a las sugerencias de las Prácticas y Principios Generalmente Aceptados para los Fondos de Riqueza Soberana, representaría una importante contribución para fomentar la transparencia de los mercados financieros mundiales.