



ICAUICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

LA IRRUPCIÓN DE LOS SWFs EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Autor: Juan Sánchez Aranda

Director: Javier Errejón

Madrid

Julio 2015

Resumen y objetivo

Todo comienza, según algunos artículos, con la “paradoja de la abundancia”. Y es que la crisis económica reciente fue consecuencia de una gran acumulación de desequilibrios económicos derivados de un enorme periodo de expansión de las economías. El fuerte crecimiento de las economías emergentes unido a una gran burbuja de crédito bancario hizo crecer el PIB de los mercados a costa de un gran endeudamiento y una gran sobrevaloración de algunos activos como los inmobiliarios. A grandes rasgos, se puede decir que un crecimiento exagerado de un sector puede terminar afectando al conjunto de la economía.

Pues bien, en este trabajo se tratará de analizar uno de los vehículos de inversión que, aunque existentes desde hace varias décadas, no han disfrutado de gran protagonismo en el mercado durante toda su historia y en los últimos años, bajo los efectos de la crisis financiera, se consideran un emblema del cambio económico que estamos viviendo, los fondos de renta soberana o SWFs.

La estructura de cada SWFs es diferente a los demás vehículos de inversión e incluso de los demás fondos soberanos, en su tamaño, en el origen de sus recursos, en sus objetivos de inversión e incluso en su regulación. Por eso, a modo de introducción definiremos a qué llamamos fondo soberano y qué tipos de fondos soberanos existen en la actualidad, dado que son instrumentos muy particulares.

Seguidamente se situarán los fondos soberanos como vehículo de inversión, para tener una idea de la posición que ocupan dentro de los mercados. Para llegar a ese punto, los SWFs han recorrido un largo proceso de adaptación al mercado, evolucionando según éste lo requería, y ese recorrido es de gran importancia para entender el concepto y la estrategia que siguen para conseguir sus objetivos. En el punto 3 se segmentará la historia de los SWFs en tres grandes periodos hasta llegar al inicio de la crisis, donde se realizará un estudio de la estrategia sectorial y geográfica de los SWFs para cada año hasta llegar a la actualidad.

La gran cantidad de activos que actualmente manejan hace de los SWFs agentes con gran protagonismo en los mercados hasta el punto de que su impacto empieza a generar preocupación entre algunos expertos, en el punto 4 se analizará el posible impacto de los SWFs desde el punto de vista puramente financiero y desde un punto de vista estratégico.

Para terminar se realizará un profundo estudio del fondo soberano más grande del mundo por volumen de activos, el Government Global Pension Fund noruego. El gran nivel de transparencia de este fondo (calificado con un 10 en el Linaburg –Maduell Transparency Index realizado por el SWF Insitute), nos permitirá analizar su estrategia de inversión al detalle, así como hacer lo propio con el rendimiento de su cartera de inversión, compararla con su benchmark y finalmente proponer algunos aspectos que mejoren ese rendimiento.

Abstract

Everything starts, regarding some articles, with the “plenty paradox”. The fact is that the financial crisis was a consequence of the accumulation of large economic imbalances due to a long period of financial growth. This growth, specially in emergent economies, and a great credit bubble in the banking system made the global GDP to grow based on big levels of leverage and overvaluation of asset prices.

This assignment will focus on analyze one of the main investment vehicles which, although existing for decades, have not been in the market top until last few years, when the effects of the financial crisis made them to appear as an emblem of the economic change that we are developing. They are de SWFs.

Each SWF are much different from the rest of the investment vehicles, even from the other SWFs, in size, origin, investment aims, even in regulation. So, as an introduction, we are going to define them in order to clarify what we call SWF and what types of SWFs are operating nowadays in the market.

Then, they will be situated in the market as an investment vehicle, to have an idea of the position of the SWFs in the actual market. To meet this point, SWFs have develop an evolution process adapting the environment, and this is so importanto to understand them as a concept of investing, and its investment strategy. In point 3 it will be segmented the SWFs’s history on three big time periods until the beginning of the crisis, where it will be analyzed the sectorial and geographical strategy concretely for each market-depression year till today.

The great volume of assets that SWFs manage put them in the top of the market to the extent that their impact is generating some type of concern between some experts. In point 4 we will analyze the impact of SWFs from the financial point of view and also from the strategical one.

Finally we will realize a deep study of the most important SWF in asset volume, the Government Global Pension Fund of Norway. The great transparency level of this fund (qualified as 10 in the Linaburg –Maduell Transparency Index by the SWF Insitute) will allow us to analyze of every detail of its strategy and also with its performance. Then, we will compare the performance of its portfolio against the benchmark and we will propose some aspects to improve it.

Índice

1. Introducción y definición. (Página 6)

2. Datos de mercado (Página 9)

3. Irrupción y evolución en los mercados. (Página 11)

3.1. *Desde 1953 hasta mediados de los años 90. Las rentas del petróleo*

3.2. *Desde finales de los 90 hasta el año 2004. Acumulación de reservas y el protagonismo en el mercado.*

3.3. *Desde el año 2005 a mediados de 2008*

3.4. *Los primeros años de la crisis financiera*

3.5. *Año 2011*

3.6. *Año 2012*

3.7. *Año 2013-2014.*

4. El impacto de los SWFs en los mercados financieros. (Página 31)

4.1. *Efectos sobre el precio de los activos y las divisas.*

4.2. *La importancia geoestratégica de los SWFs.*

5. El Government Global Pension Fund. (Página 37)

5.1. *Estrategia*

5.2. *Rendimiento*

5.3. *Propuestas para mejorar el rendimiento de la cartera.*

6. Conclusiones (Página 53)

Bibliografía

1. Introducción

Desde 2008, el año en el que los efectos de la crisis financiera antes fraguada comenzaron a hacerse visibles, grandes organismos del sector financiero empezaron a destacar el papel que unos vehículos de inversión, creados hace más de 50 años, llamados Fondos soberanos de inversión (a los que llamaremos SWFs a partir de ahora) en el panorama económico internacional.

Uno de ellos, el Fondo Monetario Internacional, apunta en su informe anual que “los fondos soberanos de inversión están desempeñando una función cada vez más importante en el sistema monetario y financiero internacional”. Según éste, los fondos soberanos de inversión ofrecen numerosas ventajas económicas y financieras. En el país de origen, facilitan la transferencia intergeneracional de la riqueza, ayudan a evitar los altibajos del ciclo económico, contribuyen a la estabilidad fiscal y permiten una mejor diversificación de la cartera de activos del país, a la vez que pueden ejercer un efecto estabilizador sobre los mercados financieros mundiales y reforzar la liquidez. No obstante, y como desarrollaremos a lo largo del trabajo, estos fondos también plantean múltiples desafíos para las autoridades financieras.

Según el *SWF Institute*, los Sovereign Wealth Funds o Fondos de renta soberana son fondos de inversión propiedad de un Estado, que se alimentan de plusvalías derivadas de la Balanza de pagos del Estado, del ahorro público, operaciones de divisa, privatizaciones o los ingresos derivados de las exportaciones de materias primas o recursos naturales, y están destinados a gestionar los activos de los estados en el extranjero.

En general se suele definir este tipo de fondos como aquellos que:

- pertenecen y están financiados por sus respectivos gobiernos;
- normalmente (aunque no siempre) no se gestionan a través de los correspondientes bancos centrales;
- están financiados con los recursos excedentarios del Estado (después de descontar el gasto procedente de los presupuestos generales);
- se crean con el objetivo de proteger la economía del país de la volatilidad de los mercados; que tienen horizontes temporales amplios;
- contienen inversiones denominadas en moneda extranjera;
- esterilizan el sistema monetario de tal manera que se protege éste de los efectos de una excesiva liquidez, además de rebajar los efectos que ésta pueda tener sobre el control de la inflación;

- acumulan recursos e forma de activos para garantizar el futuro de las próximas generaciones;
- diversifican el riesgo de los ingresos derivados de los recursos naturales del país (comúnmente referido a sector del gas y el petróleo);
- usan los ingresos excedentarios para desarrollar y transferir nuevas tecnologías y desarrollos y contribuir al desarrollo económico y social;
- normalmente (aunque no siempre) generan rentabilidad en forma de spread buscando siempre activos con retornos superiores al risk-free rate en todo el mundo a través de una cartera de activos fuertemente diversificada.

De esta definición debemos excluir, entre otras cosas, plusvalías de las empresas propiedad del Estados o los fondos de pensiones creados con las contribuciones de los empleados públicos. Así, podemos considerar como SWFs aquellos que incorporan algunas de estas características, y en algunos casos todas ellas.

Por este motivo, los fondos de renta soberana suelen ser creados por los gobiernos de países que disponen de un exceso de ahorro debido a importantes recursos petroleros (como los países de Oriente Medio, Rusia o Noruega), excedentes presupuestarios (como el caso de Singapur) o que disponen de grandes reservas de divisas de Bancos Centrales (como China).

Ante la gran diversidad de vehículos públicos de inversión que existen actualmente, conviene diferenciar los SWFs de otros instrumentos financieros complementarios de inversión pública como las reservas de los bancos centrales, los fondos de pensiones o las empresas propiedad de los estados o *state-owned enterprises (SOEs)*.

Con respecto a las reservas oficiales, una diferencia importante es el hecho de que los SWFs, a diferencia de éstas, no están denominados en 100% en moneda extranjera, y no necesariamente deben estar invertidos en activos líquidos como en oro o deuda pública. Además, al no estar considerados como reservas oficiales, no están sujetos a los principios y reglas determinadas por el Fondo Monetario Internacional, importante diferencia en cuanto a reglas de transparencia, por ejemplo.

Las SOEs son empresas en las que el estado controla la mayoría de acciones. Éstas empresas pertenecen fundamentalmente a sectores considerados estratégicos en términos económicos, sociales o de seguridad pública, como la energía, infraestructuras, transporte, telecomunicaciones, etc. En ese sentido, se hace difícil la distinción ya que muchas veces se intercambian recursos entre estos dos vehículos.

La distinción más problemática puede ser con los fondos de pensiones públicos. Los fondos públicos de pensiones pueden ser de dos tipos. Los SSRFs (Social Security Reserve Funds), que pertenecen al sistema de Seguridad Social de los estados, y que se alimentan de las contribuciones de los trabajadores para después ser distribuidos en forma de pensiones, y los SPRFs (Sovereign Pension Reserve Funds), que se establecen como entidades autónomas separadas del sistema de seguridad social y que se alimentan a través de transferencias directas de ingresos fiscales y se usan para cubrir posibles déficits del sistema de pensiones aunque finalmente no se destinen a los pensionistas. Así podemos incluir este último tipo de vehículo como fondo de renta soberana. De hecho, el SWF más grande, el Government Pension Fund Global de Noruega, que luego estudiaremos, se encasilla en este tipo de instrumentos.

Los SWFs se clasifican de acuerdo a dos criterios. El primero es según la procedencia de los recursos que invierten; el segundo es según los objetivos que se pretenden conseguir o financiar con dichas inversiones.

Según el primer criterio podemos diferenciar entre los fondos de productos o *commodity funds* y los *non-commodity funds*. Los recursos financieros de los *commodity funds* derivan de la exportación de materias primas (sobre todo petróleo) que pertenecen al estado o de los impuestos/royalties generados con su venta. Los fondos más importantes de este tipo se concentran en Oriente Medio, Noruega y Rusia. Los recursos que invierten los *non-commodity funds* proceden de los excedentes de la balanza de pagos diferentes de la energética. Aquí destacamos a los países asiáticos (China y Singapur especialmente), que acumulan gran cantidad de ingresos por privatizaciones y reservas monetarias. Aproximadamente dos tercios del total de activos manejados por SWFs proceden de los *commodity funds*.

En cuanto a los objetivos o propósitos de las inversiones, hay que decir que las necesidades varían para cada estado, por lo que cada SWF se crea con unos objetivos diferentes. Entre los más comunes están, por ejemplo, la protección y estabilización de los ingresos de la economía del Estado frente a la volatilidad de las rentas o de las exportaciones (por ejemplo, el precio del petróleo), llamados Fondos de Estabilización. Otro objetivo importante es el incremento de los ahorros para las futuras generaciones (en las nuevas economías del petróleo como Emiratos Árabes la población originaria dispone de una renta vitalicia que debe ser garantizada), a lo que se suele denominar Fondos de Ahorro. También es importante gestionar las reservas naturales o las reservas para el gasto público, como las pensiones, los Fondos de Inversión. Por

último, al igual que cualquier inversor institucional, se busca financiar proyectos de desarrollo económico y social y contribuir también a la diversificación en la inversión, los llamados *Fondos para el Desarrollo*¹. Para éste criterio de diferenciación la rigidez no es tanta, ya que muchos fondos presentan múltiples objetivos y éstos pueden variar a lo largo del tiempo.

En definitiva, podemos decir que los objetivos son los que marcan las características del fondo. Cada objetivo requiere un determinado horizonte temporal de la inversión, una determinada aversión al riesgo y una estrategia de inversión determinada. Así, un fondo de estabilización tendrá un horizonte temporal más corto e invertirá en activos más líquidos, mientras que un fondo de ahorro tendrá un horizonte temporal mucho más amplio y eso le permitirá invertir en activos menos líquidos.

2. Datos de mercado

En la actualidad existen 84 fondos soberanos² activos, que se estima que gestionen alrededor de los 5.865 MM \$. Sin embargo, estos datos difieren considerablemente dependiendo de las fuentes que utilicemos. Así, para el SFW Institute solo existirían 78 fondos soberanos en activo en la actualidad, y según éste, se estarían manejando unos 7.162 MM \$ mediante estos vehículos. La diferencia en cuanto al número de SWF existentes se debe a que cada fuente tiene sus propias consideraciones sobre si un fondo se puede calificar como SFW o no. Por ejemplo, En el Ranking de KPMG no se tienen en cuenta los fondos con dedicación exclusiva a la estabilización, los que manejen una cartera de activos 100% nacionales, o que únicamente inviertan en renta fija. De aquí en adelante, indicando siempre cuando no sea así, seguiremos el criterio del informe de KPMG, ICEX Spain y ESADE a la hora de mencionar dicha información.

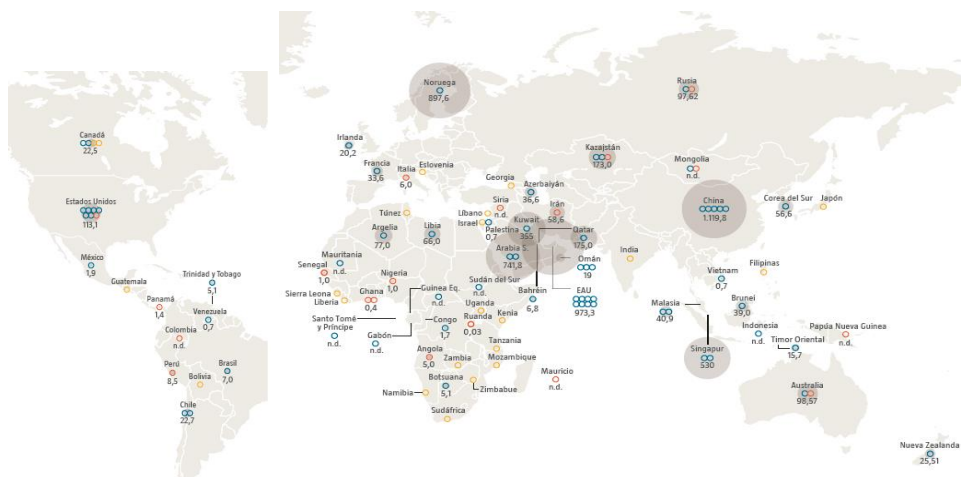
En los últimos tres años se han creado 7 nuevos fondos, 19 nuevos fondos desde el año 2010, y existen otros 22 que se encuentran en discusión para su implantación. Los debates para la creación de estos instrumentos financieros están aumentando sobre todo en países del Este y Sur de África, Asia Central y América del Sur.

En este mapa mostrado a continuación se representa la distribución geográfica de los fondos soberanos, así como el volumen de activos que gestionan por país, en miles de millones de \$, según el último informe del ICEX.

¹ *lee.es*. Instituto Español de Estudios Estratégicos.

² *Anexo 1*. Ranking Fondos Soberanos. Informe anual Fondos Soberanos KPMG, Esade, ICEX Spain.

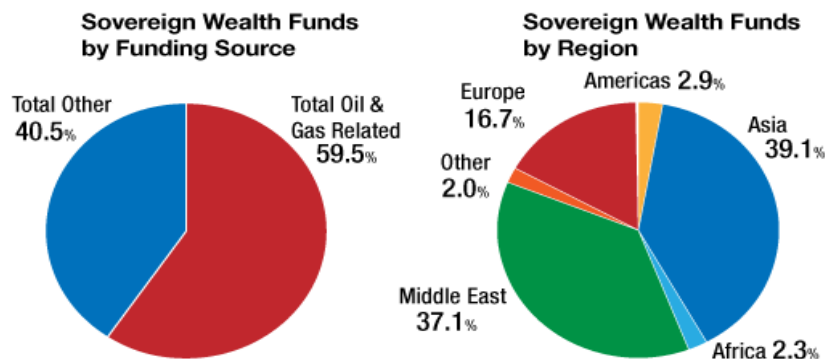
Infografía 1. Mapa concentración de SWFs en el mundo



Fuente: ESADE, ICEX, KPMG 2014, Informe fondos Soberanos.

En el mapa correspondiente a la infografía 1 se pueden apreciar cuatro puntos principales de concentración de activos gestionados por SWFs. En Noruega el Government Pension Fund Global concentra 897.600 millones de dólares en activos, lo que supone aproximadamente un 15% del total. Los fondos que gestionan el capital de China se estima concentran alrededor de un 18% del total. Otro punto de concentración importante es el Sureste asiático, donde tanto Malasia como Singapur acumulan en torno a un 10% del total gestionado. Por último, el foco de concentración más importante se sitúa en Oriente Medio, donde tanto Kuwait, Qatar y el resto de los Emiratos Árabes Unidos concentran el 25% de los activos gestionados.

Curiosamente, hay un factor común de entre todos ellos, y es que se trata de grandes exportadores de petróleo. El SWF Institute estima, como se puede observar en la Gráfica, que casi el 60% de las fuentes de financiación de los fondos soberanos a nivel mundial proceden del petróleo y el gas. Esto también concuerda con los datos de la gráfica de la derecha, donde se estima que casi un 80% de los SWFs proceden del continente Asiático y Oriente Medio. Zonas como América Latina o África son zonas con grandes recursos naturales, sin embargo su pequeña contribución denota otras debilidades que no le permiten obtener excedentes para invertir, como mala distribución de la riqueza o problemas de corrupción en el poder. Este hecho también denota un gran poder económico de los países exportadores de petróleo.

Gráfico 1. Distribución de los SWFs según su origen geográfico y de sus recursos

3. Irrupción y evolución de los SWFs en los mercados

En este apartado intentaremos explicar la evolución de los fondos de renta soberana desde su origen a mediados de los años 50 hasta un punto clave, el inicio de la crisis financiera de 2008. A partir de ahí, realizaremos un estudio más extenso y concreto para los últimos años hasta llegar a la situación actual.

Para ello, vamos a dividir la historia de los SWFs en varias fases, empezado por su origen en el año 1953³. En ese año se fundó la *Kuwait Investment Authority (KIA)*. En los años 70 empezaron a surgir estados con recursos excedentarios procedentes del petróleo, que se vieron intensificados con la subida de los precios del petróleo hasta los años 90. Hasta entonces, los motivos de crear los fondos eran sobre todo motivos de protección y contra cíclicos. A partir de los años 90 emergieron algunos SWFs procedentes del continente asiático con enormes ingresos derivados de la exportación de manufacturas. Estos países debían protegerse contra el riesgo de divisa principalmente. Desde 2005 hasta 2008, estos fondos comenzaron a tomar protagonismo y los países receptores de inversión por parte de los SWFs cambiaron su actitud. Algunos los recibían con cautela y otros con mayor aceptación como prestatarios de fondos que suponían una gran ayuda al crecimiento. A partir de la crisis, se combinaron épocas con grandes pérdidas con un enorme protagonismo a la hora de inyectar

³ Según Alberto Quadrio en su estudio *SWFs: A complete guide to state-owned investestment funds*.

capital en los países más afectados por la desaceleración, como por ejemplo veremos con España.

3.1. Desde 1953 hasta mediados de los años 90. Las rentas del petróleo.

Esta fase tiene dos etapas diferenciadas. La primera comienza en 1953 de la mano de la aparición del *Kuwait Investment Board*. Ésta no era exactamente un SWF, pero si tenemos en cuenta las características definidas en el apartado anterior que definen un SWF, se nos hace difícil encajarlo en cualquier otro tipo de vehículo, ya que su propósito principal era invertir los excedentes procedentes de los ingresos derivados del petróleo para reducir la dependencia de Kuwait de dicha materia prima, y así reducir el efecto de una posible caída de su precio. Esas reservas se convirtieron fundamentalmente en activos de renta fija con bajo riesgo.

El segundo fondo de renta soberana con status legal se creó en la colonia británica de las Islas Gilbert, con el propósito de diversificar los excedentes procedentes de la exportación de fosfato, invirtiéndolos en acciones de diferentes mercados. El *Revenue Equalization Reserve Fund*, como se llama, no es comparable en tamaño con los fondos que se alimentan de los ingresos del petróleo y demás, sin embargo, en comparación con lo que actualmente se llama República de Kiribati (antes Islas Gilbert), este fondo es tres veces mayor que el PIB de la isla.

En los años 70 el precio del petróleo subió desde los 5 USD por barril hasta más de 35 dólares el barril en 1980, lo que permitió acumular enormes cantidades de riqueza en los países exportadores de la materia. Lógicamente, estos recursos fueron invertidos internamente en los países de origen, dando lugar a mejoras en la economía, y consecuentemente, inflación. Para paliar este efecto se comenzaron a invertir grandes cantidades en el extranjero, con la consecuente creación de SWFs para dicho fin. Con ellos se podía diversificar el riesgo de fluctuación del precio del petróleo, y además se conseguían buenas relaciones y apoyo político de países interesados en recibir inversión externa.

Así se fundaron nuevos SWF, el *United Arab Emirates (UAE)* por los miembros del Gulf Cooperation Council (GCC), el *Future Generations Fund* de Kuwait, el *Alaska Permanent Fund Corporation* en USA o el *Aberta's Heritage fund* en Canadá.

En 1974 se creó el primer SWF que se puede caracterizar como "non-commodity", el *Temasek Holdings*, creado por el gobierno de Singapur, con fines más relacionados con generar demanda de su divisa y alimentado de excedentes fiscales.

En los años 80 se produjo una caída del precio del petróleo hasta los 20 USD por barril, manteniéndose en niveles considerablemente bajos hasta finales de los años 90. Esto reforzó la creencia de los gobiernos de que la economía de sus países no podía depender sólo del precio del petróleo, por lo que se crearon varios nuevos SWFs con objetivos de diversificación de riqueza.

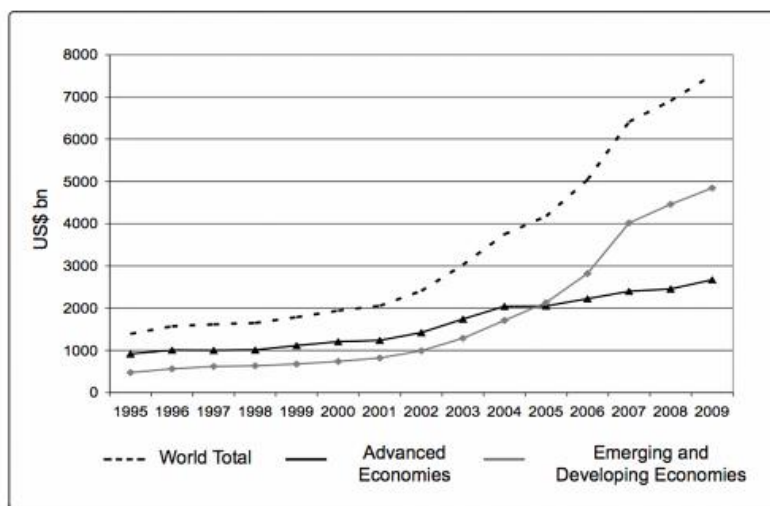
El fenómeno de la globalización contribuyó notablemente al crecimiento de los SWFs, debido a la facilidad del movimiento de capitales hacia el extranjero. Las economías crecían muy rápido y como consecuencia el miedo a la pérdida cambió de corto a largo plazo. Países muy desarrollados preferían asegurar rendimientos a largo plazo que invertir en la economía directamente, pues no tenían necesidades importantes que atender.

En este primer periodo se crearon un total de 16 SWFs, con estrategias bastante conservadoras y unas carteras que contenían activos con bajo rendimiento que se mantenían, sobre todo deuda Americana. Por esta razón, estos vehículos no eran protagonistas en el panorama financiero de entonces.

3.2. Desde finales de los 90 hasta el año 2004. Acumulación de reservas y el protagonismo en el mercado

Como se observa en el gráfico, durante los primeros años del siglo XXI la acumulación de reservas de capital extranjero era latente en los países emergentes, los más atractivos para invertir.

Gráfico 2. Acumulación de inversión extranjera en USD millones. (1995-1Q 2009)



Fuente: Alberto Quadrio Curzio, Valeria Miceli, 2010. *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-owned Investment Funds*.

Durante esos años se publicaron estudios que mostraban una clara correlación entre las reservas acumuladas en un país, con su operatividad en el extranjero y su desarrollo. Sin embargo, eso contribuye a una clara disparidad en el entorno financiero mundial, con unos países que acumulan grandes excedentes de capital y otros menos desarrollados acumulando a la vez grandes cantidades de deuda.

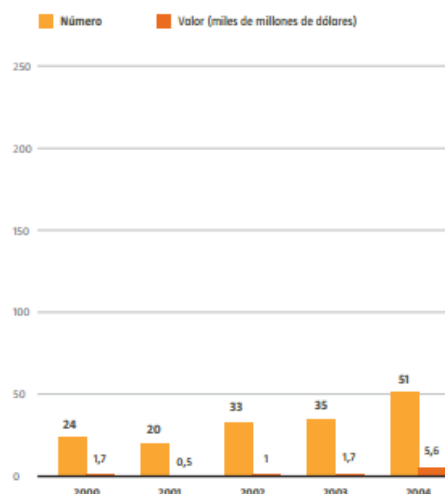
Estos niveles de reservas producen dos tipos de costes para el deudor, menores rendimientos del capital y desaceleración (o protección contra la inflación, según se quiera ver). Por estas razones, algunas economías decidieron destinar parte de esas reservas a nuevos vehículos que

antepusieran el generar mayores rentabilidades a la liquidez. Así es como se crearon nuevos SWFs como el *Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio* en China (1998) o el *Korea Investment Corporation* (2005).

Mientras que los países asiáticos optaron por acumular reservas de capital extranjero, los países de Oriente Medio y demás exportadores de petróleo y gas eligieron estrategias opuestas, invirtiendo todo su capital excedentario en SWFs en lugar de acumular reservas.

Al mismo tiempo se estaba incrementando la demanda de petróleo por parte de los países emergentes, sobre todo los asiáticos, por lo que los precios del petróleo comenzaron a subir de nuevo desde los 20 USD por barril en el año 2000 hasta los 40 USD por barril en 2004. Eso benefició a los exportadores de crudo, que vieron incrementados sus ingresos notablemente e inyectaron grandes cantidades de capital en sus SWFs, a sabiendas de lo que podía pasar si el precio del petróleo volvía a bajar. El número de SWFs creados en este periodo se incrementó significativamente, en países como Rusia (*Russia's Stabilization Fund*), Irán (*Iranian Oil Stabilization Fund*), Azerbaiyán (*Azerbaijan's State Oil Fund*), Australia (*Australian Government Future Fund*) y muchos otros países exportadores de crudo. Se estimó un total de activos de 895 billones de USD pertenecientes a estos vehículos para este periodo.

Gráfico 3. Inversiones directas de SWFs (2000-2004)



Datos públicos disponibles para operaciones de Fondos Soberanos en equity, sector inmobiliario, joint – ventures e inyecciones de capital.
Fuente: Sovereign Investment Lab, Università Bocconi, 2012.

3.3. Desde el año 2005 a mediados de 2008

Fueron años de gran influencia de estos agentes en el mercado, sufriendo éstos un importante desarrollo y una gran relevancia a escala global. 19 SWFs de los 53 que terminarían el periodo fueron fundados en estos tres años. Así, la actividad de inversión directa aumentó de forma muy acusada desde 2005 hasta 2007, hasta más del 50%, pero el valor de esas inversiones creció a un ritmo todavía superior al pasar de 10.600 MM USD a 74.000 MM USD, o lo que es lo mismo, un 600% (Véase Tabla 1) Muchas y diversas son las razones para este hecho, y varias son también las críticas que se realizaron a los SWFs.

Primeramente, y como no podía ser de otra manera, el precio del petróleo experimentó nuevas subidas, y no precisamente pequeñas. Desde Agosto de 2005, donde el precio del barril se situaba en unos 60 USD, se llegó a los 147 USD en Julio de 2008, debido a la situación que describíamos en el periodo anterior y que cumple con el ciclo normal de la economía, donde los países emergentes acumulan enormes cantidades de deuda y de reservas y generan una enorme demanda.

Como si fuera un círculo vicioso, esta gran demanda produce grandes cantidades de recursos excedentarios para los países exportadores, que alimentan sus SWFs e incluso crean algunos nuevos, como el *China Investment Corporation* en 2007, dos nuevos en Rusia subordinados al *Stabilization Fund of the Russian Federation* en 2008, el *Libyan Investment Authority* en 2005, el *Investment Corporation* de Dubai en 2006, el *Korea Investment Corporation* en 2005, el *Bahrain Mumtalakat* en 2006 o el *Chilean Economic and Social Stabilization Fund* en 2007.

Este desarrollo contribuyó significativamente a un cambio o estabilización de la balanza de poder Este-Oeste, por el auge de los países asiáticos en estos años. La opacidad de estos vehículos fue uno de las principales preocupaciones que surgieron, y que todavía están presentes de algún modo.

El problema político no tardó en surgir, pues Rusia y China, dos países con estructuras de gobierno no democráticas y dos potencias mundiales amenazaban a las grandes potencias de Europa y USA. Además, el capitalismo empezaba a perder adeptos y el modelo económico totalmente desintervenido no era el más popular, reclamándose más control gubernamental de los mercados en las economías desarrolladas.

Sin embargo el panorama cambiaría en la segunda mitad de este periodo. Aquí podemos diferenciar dos tendencias macroeconómicas generalizadas en las estrategias que caracterizaron la inversión de los SWFs.

Primeramente, los SWFs que invertían en un primer momento en Asia cambiaron el destino de sus inversiones a La Unión Europea y Estados Unidos. Desde 1994 hasta 2004 se destinaron unos 15 billones de USD a Asia y menos de 1 billón fue a parar a otros continentes. Sin embargo, en menos de dos años, alrededor de 26 billones de USD se invirtieron en la UE, y 64 millones fueron a parar a Estados Unidos.

La otra estrategia fue de carácter sectorial, y tiene que ver con un cambio en las preferencias de inversión hacia el sector financiero y bancario de los países occidentales. A medida que la economía entraba en un espiral descendente, presagiando lo que explotaría en 2008, los bancos recurrieron a los SWFs para recapitalizarse y recuperar liquidez que habían perdido por culpa de la alta morosidad. Así, durante el año 2007 el 96% de las inversiones fueron a parar al sector financiero, un sector que apenas llegaba al 20% de la inversión en los años anteriores. En concreto, los bancos Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley y UBS recibieron más de 24.700 millones procedentes de fondos soberanos⁴. Incluyendo éstas últimas, las inversiones más importantes realizadas en ese intervalo de tiempo de 2 años se recogen en la siguiente tabla:

Tabla 1. Inversiones de SWFs en bancos occidentales (2007-2008)

Fondo soberano	Banco	Valor	Fecha
Abu Dhabi Investment Authority	CitiGroup	7.500 millones de dólares	Noviembre de 2007
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5.600 millones de dólares	Diciembre de 2007
Temasek Holdings	Merrill Lynch	4.400 millones de dólares	Diciembre de 2007
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	CitiGroup	6.880 millones de dólares	Enero de 2008
Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	3.000 millones de dólares	Enero de 2008
Kuwait Investment Authority	CitiGroup	2.000 millones de dólares	Enero de 2008
Korea Investment Corporation	Merrill Lynch	2.000 millones de dólares	Enero de 2008
Temasek Holdings	Merrill Lynch	600 millones de dólares	Febrero de 2008
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	UBS AG	10.340 millones de dólares	Marzo de 2008

Fuente: ESADE, KPMG, ICEX, 2012. Informe fondos soberanos

A la hora de recibir dichas inversiones, en 2007 se desencadenó una corriente por parte de algunos gobiernos de preocupación y cautela con respecto a los SWFs, principalmente si invertían o pretendían invertir en sectores estratégicos de la economía del país. La principal

⁴ ESADE, KPMG, ICEX, 2012. Informe fondos soberanos

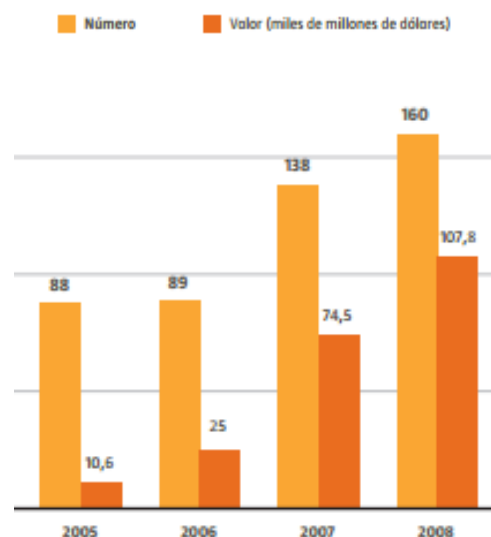
razón de estas reacciones tiene que ver con la opacidad de estos fondos y el hecho de que muchos estén controlados por gobiernos no democráticos.

Durante la segunda mitad del año 2008 la crisis financiera ya era un hecho. A partir de aquí emergió el deseo de muchos países de recibir inversión por parte de los SWFs, incluso se vio a los líderes y ministros de los gobiernos viajar para “comercializar” su país como destino de dichas inversiones, como pudimos ver al entonces presidente de España, José Luis Rodríguez Zapatero o al mismo rey Juan Carlos. Sobre todo se intentaba recapitalizar la banca y mitigar el efecto de la crisis a corto plazo.

Al mismo tiempo, La comisión europea sentó unas bases para regular la actividad de los SWFs. El FMI, de acuerdo con los SWFs, lanzó unos acuerdos regulatorios voluntarios, los *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)* o *Principios de Santiago*, que se aseguraban que los SWFs actuaban adecuadamente en el mercado.

Al final de este periodo se encontraban registrados 53 SWFs, por los 34 que se registraron al inicio. Éstos manejaban en torno a 900 billones de USD en activos en 2004 para acabar con un volumen de activos gestionados que superó los 3.300 billones en todo momento. Como se observa en el Gráfico 4, se pasó de registrar 88 operaciones por un valor total de 10.600 millones de USD en 2005 a realizarse 160 operaciones por valor de 107.800 millones en el año 2008.

Gráfico 4. Inversiones directas de los SWFs (2005-2008)



Datos públicos disponibles para operaciones de Fondos Soberanos en equity, sector inmobiliario, joint – ventures e inyecciones de capital.
Fuente: Sovereign Investment Lab, Università Bocconi, 2012.

3.4. Primeros años de la crisis financiera

Estas inversiones fueron determinantes a la hora de paliar la caída de los mercados en los primeros años de desaceleración, pero rápidamente el valor de las acciones de los bancos estadounidenses y europeos cayó y provocó una enorme caída en los valores de estas entidades, enormemente participadas por SWFs (como se vio anteriormente). A partir de aquí, el volumen de actividad de los SWFs se redujo considerablemente debido a varias razones. Por una parte, estas inversiones estaban estructuradas como títulos convertibles obligatoriamente que pagaban un 10%, o lo que se suele llamar *CoCos*, por lo que las pérdidas prácticamente obligaban a los SWFs a retirarse del mercado. Por otra parte, la caída de Lehman Brothers agravó la situación aún más ya que se produjo una crisis crediticia que exigía el retorno del capital a los mercados domésticos.

Además, de nuevo se produjo otra caída en el precio del petróleo desde los 147 USD por barril a mitad de 2008 hasta los 40 USD por barril a final de ese año, para un año más tarde recuperarse hasta los 80 USD por barril. Eso deterioró la capacidad de inversión de los *commodity SWFs*.

Por otra parte, la recesión que se produjo de manera global hizo que las diferencias entre los países desarrollados y emergentes se encogieran de manera que el ciclo inversores occidentales-receptores orientales que mencionábamos antes se niveló.

Todo esto, junto con el riesgo sistémico que azotó al mercado mundial, paralizó la inversión. Las inversiones en los principales bancos de inversión (Citigroup, Barclays, Credit Suisse, UBS, Morgan Stanley y Merrill Lynch) generaron pérdidas de entre el 60% y el 90%, que según algunas estimaciones llegaron a alcanzar los 57 billones de USD⁵.

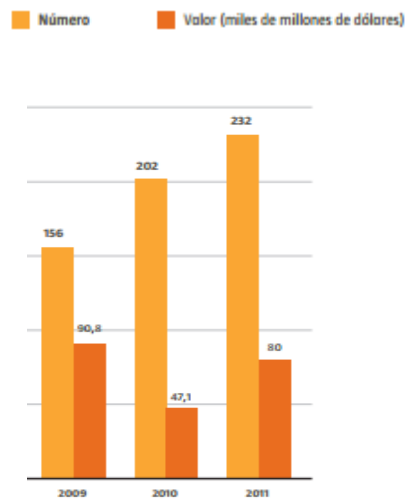
Al hilo de lo ya comentado, la mayoría de los países con excedentes de capital como Rusia, Kuwait o Irlanda utilizaron sus ingresos para remontar el vuelo en sus economías domésticas, por lo que ese dinero no se invirtió en el extranjero.

Tras este parón, muchos países aprovecharon para reestructurar la estrategia de inversión de sus SWFs y adaptarlas al nuevo escenario macroeconómico, en particular se reflexionó sobre la actitud ante el riesgo que se tomaba. También se dio más importancia a las necesidades internas del país en el largo plazo y la diversificación para evitar caídas de las economías que quedaron más debilitadas, junto con el progreso tecnológico. Por esta razón, y como muestra

⁵ Alberto Quadrio Curzio, Valeria Miceli, 2010. *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-owned Investment Funds*.

el gráfico 5, aumentó considerablemente el número de operaciones realizadas (156 en 2009, 202 en 2010 y 232 en 2011) por el efecto diversificación, pero sin embargo disminuyó el valor de esas inversiones, por el uso de los excedentes para reavivar las economías internas.

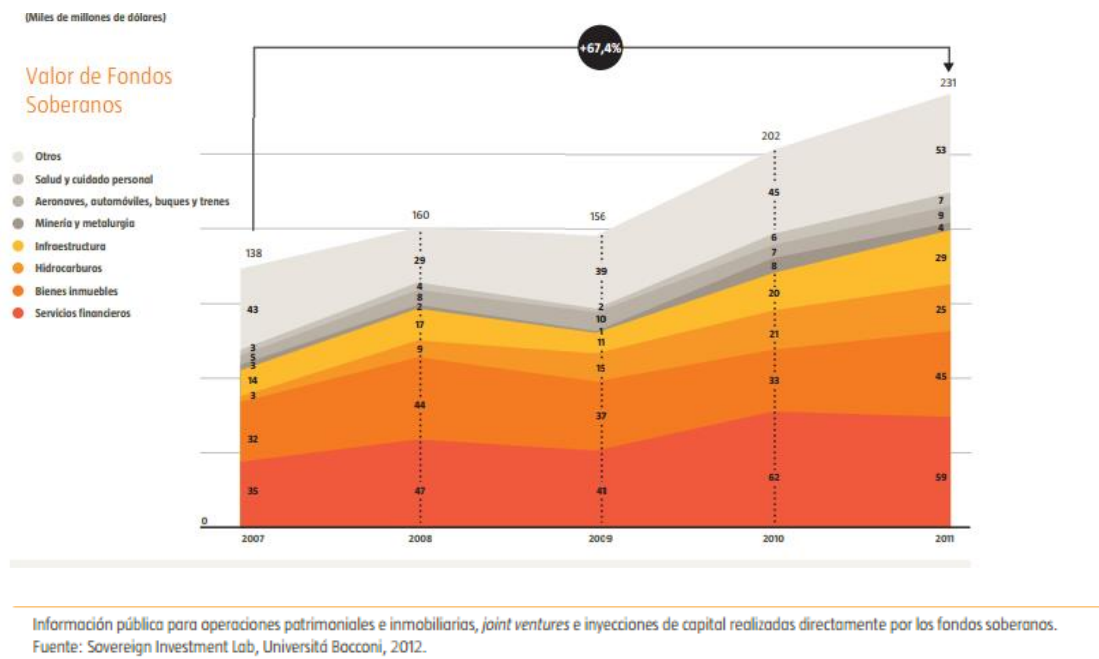
Gráfico 5. Inversiones directas de los SWFs (2009-2011)



Datos públicos disponibles para operaciones de Fondos Soberanos en equity, sector inmobiliario, joint – ventures e inyecciones de capital.
Fuente: Sovereign Investment Lab, Università Bocconi, 2012.

A partir de ahí, los SWF cambiaron el planteamiento y comenzaron a invertir en empresas de la “economía real”, en concreto se centraron en las que se encontraban involucradas en la cadena de valor de las materias primas (petróleo, gas, metalurgia, minería, etc) y en el sector de las infraestructuras, que permitía invertir a largo plazo con unos flujos de caja muy estables y bajo riesgo. En la siguiente gráfica 6, del informe de KPMG del año 2012 se aprecia mejor la evolución.

Gráfico 6. Número de inversiones realizadas por los SWFs por sectores (2007-2011)



La falta de confianza en los mercados financieros tras el desastre ocurrido en EEUU pasó factura a la imagen de los SWFs, a los que se demandaba mayor transparencia y se consideraban peligrosos para la estabilidad de los mercados por su gran influencia, lo que se llaman entidades de riesgo sistémico por la cantidad de activos que manejan.

3.5. Año 2011

La crisis de deuda soberana seguía azotando la Eurozona, y junto a las tensiones políticas que se generaron en África y Oriente Medio y el bloqueo político de EEUU deterioraron el clima de inversión y elevaron la incertidumbre. Aun así, las inversiones de los SWFs aumentaron con respecto a 2010. El precio del petróleo seguía subiendo y se acercaba a los 100 USD por barril, y los SWFs, que se habían volcado con sus economías domésticas, siguieron invirtiendo en el extranjero y lograron reportar enormes ganancias. Arabia Saudí obtuvo 130.000 millones de beneficio entre Febrero y Marzo de 2011, un 30% de su PIB.

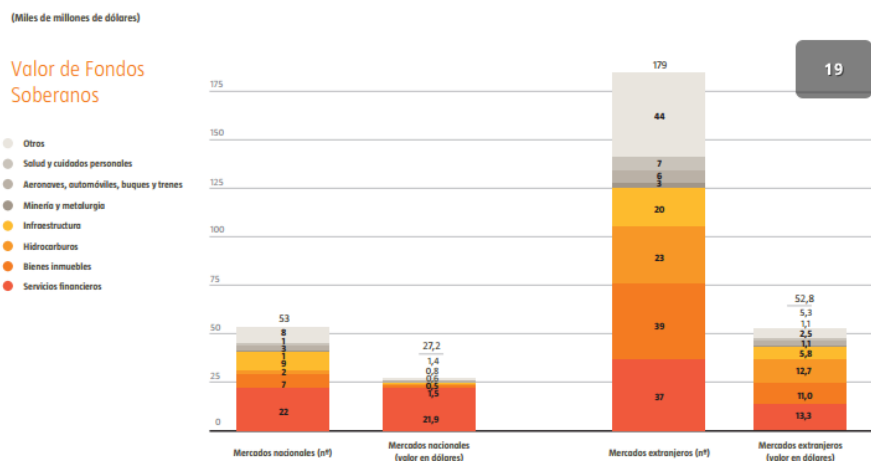
Ante esta corriente de grandes beneficios, la inversión en el extranjero siguió creciendo a fin de evitar la inflación en los mercados domésticos y de seguir diversificando las ganancias fuera del sector petrolero. Así, se registró un incremento en el número de operaciones de 202 con

un volumen de 47.100 MM USD en 2010 a 232 operaciones manejando un volumen de 80.000 millones en 2011, lo que supone un aumento del 41%.

Ante esta situación cualquiera diría que la confianza en los mercados estaba en auge, pero nada más lejos de la realidad. Mucha parte de esta inversión se destinaba a la recapitalización de los bancos. El fondo que más actividad registró, el National Pension Reserve Fund de Irlanda, destinó 12.500 millones de dólares (toda su inversión) a inyectar liquidez al sistema bancario irlandés. El Qatar Investment Authority destinó también 1.300 millones de dólares al mismo objetivo en cuatro de sus bancos, y hasta ese punto llevaba gastados 3.000 millones para ello, y al haber participado también en el rescate del banco suizo Credit Suisse, su balance se vio afectado considerablemente. Todos estos rescates supusieron innumerables pérdidas para los SWFs.

Como se puede apreciar en el gráfico 7, el 80% de la inversión de los SWFs en sus economías domésticas se destinaron al sector financiero, mientras que fuera de las fronteras nacionales únicamente se destinaron el 20% de las inversiones a este sector, que había sido el más importante poco tiempo atrás, y solo 8 de los 23 SWFs que operaron lo hicieron en este sector. Esto viene a decir que las inversiones realizadas al sector financiero son un claro apoyo a los bancos tras la crisis derivado de políticas nacionales y no de estrategia financiera.

Gráfico 7. Inversión directa de los SWFs por sectores en los mercados nacionales y extranjeros. (2011)



Información pública para operaciones patrimoniales e inmobiliarias, joint ventures e inyecciones de capital realizadas directamente por los fondos soberanos.
Fuente: Sovereign Investment Lab, Università Bocconi, 2012.

Uno de los sectores favoritos de los SWFs siempre ha sido el sector inmobiliario. Tras años en los que perdió protagonismo, en 2011 la inversión volvió a destinarse a las propiedades inmobiliarias. Londres y Nueva York eran consideradas inversiones sin riesgo. Es llamativo que el sector inmobiliario no sea interesante para los inversores en los mercados emergentes, sino que se confía más en el mercado europeo o americano, excepto el caso de China por parte de los fondos GIC y Temasek de Singapur.

Como ya se ha mencionado anteriormente, el panorama económico exigía una gran diversificación en las carteras de inversión y unos flujos estables en el medio – largo plazo. EL sector de las infraestructuras cumplía esos requisitos. Abu Dhabi Investment Authority destinó mucho capital a autopistas de peaje, y China Investment Corporation hizo lo propio en Australia con los operadores de autopistas de peaje ConnectEast y Transurban.

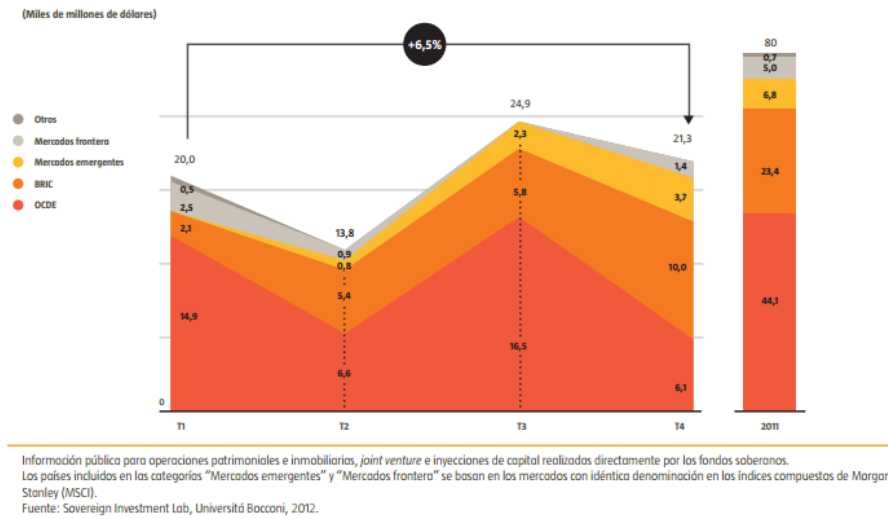
Los servicios públicos, especialmente el sector de la energía eléctrica en los mercados desarrollados, o los productos básicos, son también grandes valedores de esta estrategia. Los derivados del petróleo, el gas natural o el carbón fueron importantes focos de inversión de los SWFs en el año 2011, de hecho algunas de las mayores operaciones del año en cuanto a volumen fueron la inversión del China Investment Corporation en el área de exploración y producción de GDF Suez, por valor de 4.000 millones de dólares o la compra de Cepsa por la IPIC (International Petroleum Investment Company) por 5.000 millones de dólares.

El sector de la metalurgia y la minería sin embargo sufrieron una caída que resulta extraña de entender, ya que venía siendo en 2010 un sector importante en cuanto a destino de inversiones (ver Gráfico 6) Según el informe de fondos soberanos de KPMG, se pudo deber a que, temiendo encontrarse en una burbuja, los SWFs optaran por aumentar su exposición a estos productos por otras vías diferentes a la inversión directa, por ejemplo, invirtiendo en el capital de empresas que comercialicen estos productos, como hizo la Kuwait Investment Corporation con la empresa suiza Glencore, que se considera la principal empresa privada dedicada a la compraventa y producción de materias primas, adquiriendo el 1% de su capital en Abril de 2011.

En cuanto a la distribución de la inversión por mercados, se observa en la gráfica que se expone a continuación que los mercados desarrollados siguen recibiendo la mayor parte, aunque como ya hemos comentado no se debe a motivos de confianza ya que se invierte en activos de gran estabilidad como las infraestructuras o los servicios públicos. Sin embargo, es curioso que se buscaran empresas con alta presencia en países emergentes, como Iberdrola en España, donde Qatar Investment Authority invirtió 2.700 millones de dólares, o los 230

millones que este mismo fondo invirtió en Energías de Portugal. Estas empresas pertenecen a economías desarrolladas pero tienen una amplia exposición a los mercados latinoamericanos, y eso puede ser un factor positivo por su potencial crecimiento.

Gráfico 8. Valor de las inversiones directas de los SWFs por tipo de mercado



Qatar Investment Authority también apostó por empresas de distribución de artículos de lujo como la francesa Louis Vuitton o la estadounidense Tiffany & Co. Ambas estaban creciendo notablemente en China y Oriente Medio.

Si se compara la distribución de la inversión de los SWFs en 2007 y en 2011 (disponible en las tablas anteriores) se observan pocos cambios en la inversión destinada a mercados desarrollados (en la tabla BRIC y OCDE), pero si se nota una clara mejoría de los mercados emergentes como destino de inversión, y eso se debe a lo que acabamos de comentar y confirma que realmente la estrategia que se siguió fue aprovecharse de la globalización del mercado y exponerse al crecimiento de las economías emergentes a través de empresas potentes de los mercados desarrollados con objetivos de expansión. Esto permite además reducir el riesgo político y legal de economías no desarrolladas y beneficiarse de las ventajas de una estructura de gobierno de las empresas de países desarrollados.

Tabla 2. Comparativa de la distribución de la inversión de los SWFs en 2007 y 2011

Comparativa de la distribución de la inversión de Fondos Soberanos en 2007 y 2011 por número de operaciones y volumen de inversión					
	BRIC	Mercados emergentes	Mercados frontera	Otros	OCDE
2007 (número)	28,57%	6,43%	12,14%	8,57%	44,29%
2011	30,17%	9,05%	11,64%	2,16%	46,98%
2007 (valor en dólares)	39,82%	0,22%	3,94%	1,21%	54,81%
2011	29,25%	8,54%	6,21%	0,83%	55,18%

3.6. Año 2012

Ya hemos visto que 2011 fue un año caracterizado por la gran incertidumbre de los mercados. En 2012, esa incertidumbre continuó, y en algunas zonas incluso empeoró, como el caso de España, donde 2012 fue el año de mayor caída del mercado doméstico. En cuanto a los SWFs, sin embargo, mantuvieron en gran medida tanto los niveles de inversión como la estrategia con respecto a 2011, apostando por inversiones seguras y aprovechándose de la demanda de materias primas por parte de los países emergentes y centrando sus objetivos en líderes de mercado con gran actividad en estos países.

Si hablamos de cifras, según publicó en 2013 el *Sovereign Wealth Center*, se realizaron en 2012 202 inversiones directas de 21 SWFs por valor de 54.600 millones de USD, lo que supone un descenso muy ligero frente a los datos de 2011, donde se registraron 206 inversiones por valor de 66.300 millones de USD según esta misma fuente. Sin embargo, aumentó considerablemente la inversión de éstos de manera directa, en vez de utilizar gestores externos, por lo que se puede decir que los SWFs se consolidaron en el mercado como referentes de la inversión a gran escala. Esta manera de inversión indirecta a través de otros agentes dejó de utilizarse debido a las grandes pérdidas que se produjeron durante el inicio de la crisis. Lógicamente, si un gestor no te protege de pérdidas no merece la pena pagar el coste del servicio, que dicho sea de paso, no está mal retribuido.

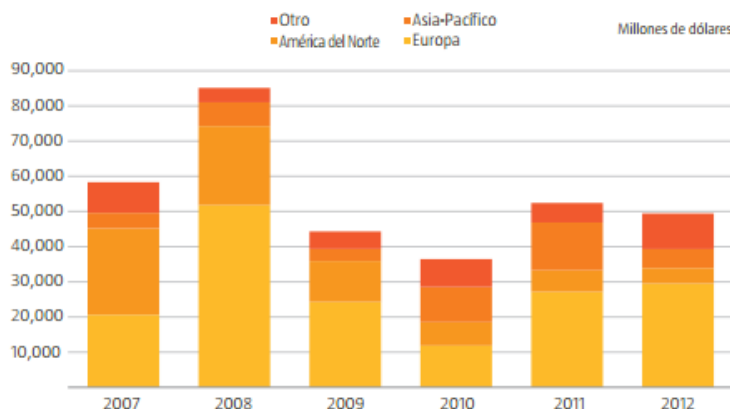
Según el informe del ICEX, a pesar de no observarse grandes diferencias en la estrategia de inversión que se venía realizando, sí que se distinguen dos cambios significativos. El primero tiene que ver con lo que mencionábamos antes sobre el aumento de la inversión directa sin la intermediación de terceros, y después la observabilidad o la facilidad de seguimiento de la inversión de los SWFs, que es consecuencia directa de la primera tendencia, y a que se debe

también a que los destinos de las inversiones vuelven a ser activos líquidos y estables como bienes inmobiliarios o grandes infraestructuras, más fáciles de vigilar.

Una de las razones por las que los SWFs tomaron (o mejor dicho, mantuvieron) una posición de referencia en los mercados, es sencillamente la gran escasez de liquidez de los demás inversores institucionales. La falta de competencia hizo que se tuviera acceso a activos que en otra época no podrían comprar.

En cuanto a la distribución geográfica de las inversiones de los SWFs en este año, ya hemos comentado que se sigue apostando por la “seguridad” (dentro de la gran desconfianza generalizada en los mercados) de los mercados desarrollados, especialmente Europa, que a pesar de ser la zona más afectada en 2012 por los efectos de la crisis, acumuló el 54% de la inversión por valor de 29.500 millones. Como veremos más adelante, no se debe a una recuperación de la confianza inversora ni mucho menos.

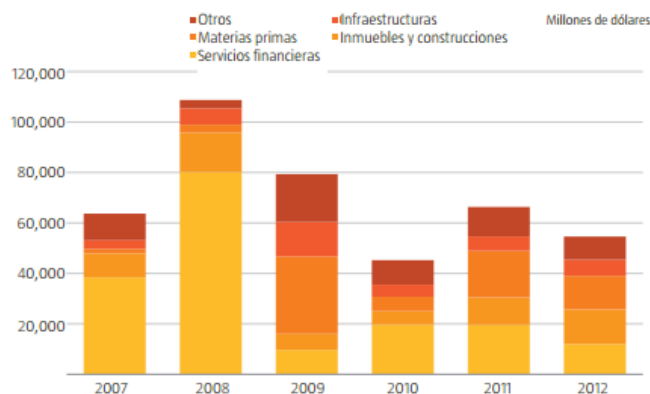
Gráfico 9. Análisis geográfico de la inversión extranjera de los SWFs (2007-2012)



Fuente: Sovereign Wealth Center (2013)

En cuanto a la distribución de la inversión por sectores, hablábamos de que no se había recuperado la confianza en los mercados europeos, a pesar de la gran concentración de inversiones. Esto se explica porque el riesgo de estas inversiones era muy reducido y se centró en activos inmobiliarios (sobre todo en Londres y París) e infraestructuras de suministro de agua y gasoductos, que evidencian una falta de confianza muy grande.

Así, como vemos en el siguiente gráfico los servicios financieros, los bienes inmuebles, las materias primas y las infraestructuras supusieron en 80% de la inversión total en 2012.

Gráfico 10. Análisis sectorial de la inversión de los SWFs (2007-2012)

Fuente: Sovereign Wealth Center (2013)

El sector inmobiliario concentró el 25% de la inversión total de 2012, por valor de 13.600 millones de USD repartidos en 52 inversiones. Londres y París fueron los principales focos de las mismas. EL Government Pension Fund Global de Noruega, con unos activos de 715.000 millones de dólares, fue el más activo en este sector invirtiendo más de 4.500 millones en las principales capitales europeas, a fin de utilizar su tope de asignación a este sector, que se situaba en el 5%. Lo mismo pasó con el State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan, que gastó 574 millones entre Londres, Moscú y un inmueble del centro de París.

El sector financiero, que en 2010 concentraba el 44% de la inversión total, se deja de lado en 2012 a causa de las pérdidas que ocasionaron los rescates llevados a cabo anteriormente y a la lenta recuperación del sistema financiero, que se preveía duradera por la gravedad de la situación vivida. Solo un 22% de la inversión directa fue a parar a este sector. Los que sí invirtieron, lo hicieron en entidades de nuevo crecimiento de países emergentes como el Banco de Bajío (Méjico), adquirido por Temasek por 130 millones de USD, o el Türkiye Halk Bankasi (Turquía), donde el Government Singapur Investment invirtió 151 millones. En China, el grupo asegurador China Pacific Insurance recaudó 1300 millones de USD de ADIA, el Government Pension Fund Global noruego y el Government Singapur Investment.

El sector de las materias primas ha estado siempre presente en la estrategia de inversión de los SWFs, y 2012 no es una excepción. A partir del inicio de la crisis financiera, las necesidades de cobertura a través de la diversificación, la necesidad de protegerse de la inflación por parte de los exportadores y la subida de los precios del petróleo, junto con la creciente demanda y la

capacidad de compra de los países emergentes, suponen que la inversión en materias primas siga bien situada entre los sectores de destino más importantes.

3.7. Año 2013-2014

El año 2013 volvió a suponer un aumento tanto del número de SWFs operativos como del tamaño de éstos en todo el mundo. La mayoría de los nuevos fondos corresponden a economías emergentes, aunque también apareció un nuevo participante en el mercado, África, que en 2013 contaba con 15 SWFs. El volumen de activos manejados por los SWFs prácticamente se dobló en el periodo comprendido entre 2007 hasta 2013 (curiosamente el inicio de la crisis financiera y el inicio de la recuperación), hasta llegar a sumar los casi 6 billones de dólares⁶ en los que nos movemos en la actualidad. Cuanto más aumenta el tamaño medio de los SWFs, más difícil será la búsqueda de buenas inversiones, ya sea por la competencia que existe entre ellos mismos o por la necesidad de seguir diversificando con mayores niveles de capital. Por eso, el gran reto de los SWFs en estos últimos años ha sido el seguir gestionando una cantidad de activos cada vez mayor de manera igual de eficiente.

Al haberse expandido tanto el uso de estos vehículos, vamos a estudiar la tendencia de la inversión para este último periodo centrándonos en los grandes SWFs, que acumulan la mayoría del capital y son una muestra más que representativa. Así, en 2013 se realizaron más de 160 transacciones en las que intervinieron SWFs.

A modo general, se puede decir que continuó la tendencia de invertir en sectores como el inmobiliario o el sector financiero, al igual que los años anteriores y, como hemos mencionado, el tamaño medio de la inversión de las operaciones de los SWFs ha aumentado tras varios años de caída debido a la incertidumbre macroeconómica.

Ya vimos cómo en los primeros años de la crisis financiera la inversión fue a parar, por causas de necesidad más que por razones económicas, al sector financiero, para recapitalizar el sistema bancario. Entrados los años de mayor impacto de la crisis se comenzaron a realizar operaciones en la gran empresa privada en los mercados desarrollados, como CEPSA, SIEMENS, o del sector automovilístico como Daimler o Porsche. Como ya explicamos se pretendía aumentar la exposición a las economías emergentes (fundamentalmente relacionadas con las materias primas) a través de empresas consolidadas de los grandes mercados.

⁶ Según el informe de KPMG, 2015

Pues bien, en los últimos tiempos, y ya entrando en el análisis sectorial, se vuelve a apostar por el sector de las materias primas (fundamentalmente los negocios de extracción y refino), por el sector inmobiliario, con el levantamiento de municipios, infraestructuras y zonas industriales, y por el sector financiero, donde se realizaron 49 operaciones de las 161 totales (11 destinadas a entidades bancarias, 3 en el mercado de valores, 7 en compañías de seguros y 22 en fondos de inversión y private equities).

Muchos de estos contratos suelen ser compromisos a más de cinco años, según lo que tarde en desarrollarse el proyecto. Ante la poca capacidad de financiación de los estados, los SWFs juegan un papel determinante firmando acuerdos bilaterales con gobierno y empresa privada (llamados “acuerdos de entendimiento”) en los que actúan como fuente de financiación y como un primer impulso para el inicio de los proyectos, que es el momento de mayor acumulación de costes sin ingresos para ser cubiertos.

Para hacernos una idea, en el año 2013 dos de las tres operaciones de mayor tamaño fueron dos de estos acuerdos de entendimiento entre SWF y un gobierno nacional (véase Tabla 3). Una involucraba al fondo Mubadala Development Company, procedente del emirato de Abu Dhabi, y el gobierno de Guinea Ecuatorial, con objeto de construir una refinería de aluminio en Guinea. El acuerdo rondó los 5.000 millones de dólares. De igual manera, el Qatar Investment Authority firmó un acuerdo con el gobierno de Malasia por el que invertiría otros 5.000 millones de dólares para crear una planta petroquímica, con un horizonte temporal de la inversión de tres a cuatro años.

Pero no sólo los gobiernos se benefician de este tipo de acuerdos. Al igual que los gobiernos tenían problemas de liquidez, el resto de inversores también acudieron a los SWFs para realizar “co-inversiones” en las que otros gestores de fondos, como los private equity, compañías aseguradoras o incluso otros fondos de pensiones realizaron operaciones con la participación de los SWFs. De hecho, de las 161 operaciones registradas en 2013, 71 fueron inversiones de este tipo, y en los últimos cinco años la mitad de las operaciones se cuentan también como co-inversiones.

Al hilo de lo que comentábamos, tres de las cinco operaciones de mayor volumen que se realizaron en 2013 se destinaron al sector inmobiliario, mientras que los dos restantes corresponden a los dos mencionados acuerdos de entendimiento.

Tabla 3. Concentración de operaciones por tamaño. (2013)

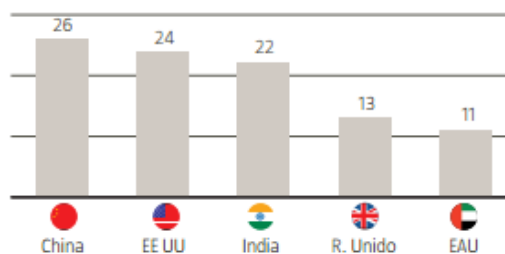
Fondos soberanos	Empresas de destino	Subsector	Dólares (millones)
Qatar Investment Authority	Activos inmobiliarios de Barwa (Qatar)	Bienes inmuebles-Mezcla	7.100
Qatar Investment Authority	Desarrollo del Complejo Integrado de Pengerang (Malasia)	Recursos naturales – Petroquímicos	5.000
Mubadala Development Company	Infraestructura de bauxita y aluminio y puerto (Guinea)	Recursos naturales y construcción	5.000
Khazanah Nasional Bhd Temasek Holdings	Municipio DUD (Singapur)	Bienes inmuebles – Construcción	3.194
GIC	Complejo de oficinas en Broadgate (Reino Unido)	Bienes inmuebles – Construcción	2.720

Fuente: Base de datos de transacciones de fondos soberanos Fletcher (2014)

El tamaño medio de las mayores operaciones de los últimos años fue de unos 3.700 millones de USD⁷. Como vemos en la tabla, en 2013 aumentó hasta casi 4.600 millones. LA mayor operación la realizó el Qatar Investment Authority con la adquisición de Barwa, el grupo inmobiliario de Qatar, por 7.100 millones de dólares.

Por número de operaciones realizadas, Temasek lidera la clasificación de 2013, con 40 operaciones, destacando la inversión que realizó junto con Khazanah (Malasia) en un complejo urbanístico en Singapur por valor de 3.000 millones de USD.

En cuanto a la distribución geográfica de las grandes inversiones en 2013, vemos que el principal destino fue China, que concentró 26 operaciones en ese año, poco más que EEUU que le sigue con 24 operaciones y la India con 22. Con menos peso en la inversión total le siguen Reino Unido (principalmente por su seguridad en el mercado inmobiliario) y los Emiratos Árabes Unidos.

Gráfico 11. Operaciones de los SWFs por país (2013)

Fuente: Fletcher SWF Transaction Data Base

⁷ Se tienen en cuenta las cinco mayores operaciones de los cinco últimos años anteriores a 2013.

En Europa, España ha sido un referente como destino de la inversión, más por el volumen de las inversiones y su importancia que por el número de operaciones, que no es muy significativo. El destino de las inversiones fue el sector petrolero y del gas. Una de las operaciones más llamativas fue la compra de 5.000 millones de euros en acciones de CEPSA por parte del International Petroleum Investment Company de Abu Dhabi, que le dio al gobierno árabe el control del 47% de la compañía tras haber comprado 4.370 millones en 2009. Temasek por su parte adquirió el 5% de Repsol por 1.300 millones de USD.

En 2014 y en la actualidad se empiezan a observar señales de recuperación, aunque en este aspecto no se puede hablar de manera generalizada ya que las tasas de crecimiento de los países se encuentran bastante heterogeneizadas. En los mercados desarrollados, se registraron repuntes en la actividad, sin embargo en las economías emergentes las enormes tasas de crecimiento de los últimos años se fueron reduciendo ligeramente, pero siempre por encima de las demás. Economías como China, Rusia, o los Emiratos Árabes Unidos, que acumulan años y años de ahorro fiscal y excedentes procedentes de las exportaciones de materias primas, son los líderes actuales de la inversión a nivel mundial, y esto unido a la aún evidente necesidad de financiación del crecimiento en las economías más castigadas por la crisis, como la europea, hacen de estos países agentes de gran importancia en el sistema económico mundial.

4. El impacto de los SWFs en los mercados financieros

Como hemos visto en el punto 2, los SWFs han estado actuando en los mercados de todo el mundo desde hace décadas, sin embargo es únicamente ahora (en los últimos años) cuando el protagonismo de sus inversiones se considera importante. Los gobiernos de las principales economías exportadoras han ido acumulando cada vez mayores cantidades de activos extranjeros en los SWFs para crear enormes reservas que les protejan de una posible crisis que ponga en peligro sus ingresos. Estas reservas han contribuido a minimizar la exposición de estos países al riesgo a través de la diversificación y su contribución al desapalancamiento global.

4.1. Efectos sobre el precio de los activos y las divisas.

Y es que el enorme volumen de capital que acumulan, y consecuentemente, la gran cartera de inversión de activos extranjeros que gestionan, puede afectar al movimiento de flujos de

capital del mercado, y por tanto puede afectar al precio de los activos y la los tipos de cambio de las divisas.

Es sumamente complicado estudiar el impacto de solo un tipo de inversor sobre el total del mercado, ya que existen innumerables factores que afectan al mercado y es prácticamente imposible ponderarlos a todos. De hecho, hasta ahora no existen estudios verdaderamente rigurosos donde apoyarnos para resolver esta cuestión. Los estudios realizados hasta ahora sugieren dos canales de impacto de las inversiones de los SWFs sobre los mercados, una es a través de la presión que ejercen sobre los precios de los activos y otra es a través de los cambios que realizan en su aversión al riesgo a la hora de invertir⁸.

Este efecto no es más que el efecto de la acumulación de reservas en una determinada cartera. Como ya hemos comentado en puntos anteriores, se estima que los SWFs gestionan más de 7.000 MM USD, y solo los más grandes gestionan un volumen de activos mucho más elevado que el de los grandes hedge funds, aunque con un grado de exposición menor, ya que su objetivo no es conseguir mayor rentabilidad que sus homólogos, como es el caso de los hedge funds.

El principal problema viene del notable cambio en los últimos años en la estrategia de inversión de los SWFs, adquiriendo importantes participaciones en empresas cotizadas de los principales mercados. La cuestión es que esto produce un desplazamiento gradual de las carteras de inversión hacia los SWFs en vez de a las reservas internacionales, que operan con una estrategia muy diferente. La gran diversificación de los SWFs puede afectar al movimiento de los flujos de capital, debido a un cambio en la composición de las carteras entre los diferentes mercados, y así modificarse la estructura de los flujos de capital internacionales.

Finalmente, esto puede afectar a los precios de los activos, ya sea a través de las presiones de los precios sobre ciertas monedas o sectores del mercado, o también por provocar un descenso de la aversión al riesgo media consecuencia del efecto diversificación.

Sin embargo, según el informe del Banco Central Europeo, el impacto de este cambio en la estructura o composición de las carteras de inversión de las grandes reservas no tiene por qué ser tan significativo. Todo depende de los motivos por los que se toman las decisiones de inversión de estos SWFs. Si las decisiones de inversión son puramente financieras, los SFWs pueden contribuir a ampliar el mercado (actuarían como market-makers) de valores de riesgo, equities, deuda corporativa, private equities o real estate, e incluso actuarían como

⁸ European Central Bank, *The impact of Sovereign Wealth Funds on Global financial markets*.

estabilizadores del mercado, ya que son agentes del mercado que no presentan niveles de apalancamiento. Además, su elevado grado de diversificación puede contribuir a un mejor y más eficiente reparto del riesgo (diversificación) entre los diferentes mercados.

Por otra parte, si los motivos por los que se mueven son otros, como motivos geopolíticos, podría provocar un exceso de exposición al riesgo, y por tanto una distorsión en los precios de los activos. A este respecto, al igual que el caso de los High Frequency Traders, se viene acusando a algunos SWFs de contribuir a crear volatilidad en el mercado al vender enormes paquetes de activos. También se ha acusado a los SWFs de Oriente Medio de adquirir participaciones en empresas de sectores estratégicos por motivos de gobierno. Hay que decir que no existe ningún tipo de evidencia de estas prácticas, pero es evidente que cierto tipo de inversiones no buscan la rentabilidad como único o principal objetivo.

Por tanto, no todos los efectos de los SWFs sobre el mercado son de carácter negativo. La liquidez que aportan al mercado ha sido muy importante en los años en los que más hacía falta, aportando fondos a sectores estratégicos como el financiero, ya sea directamente o en forma de compras de deuda.

Una vez se identifican los posibles efectos de la inversión de los SWFs en los mercados, es muy importante que éstos muestren un adecuado nivel de transparencia en cuanto a su volumen, su estrategia de inversión y sus motivos en la toma de decisiones, y así desaparezcan este tipo de desconfianzas y se reduzca la incertidumbre en los mercados.

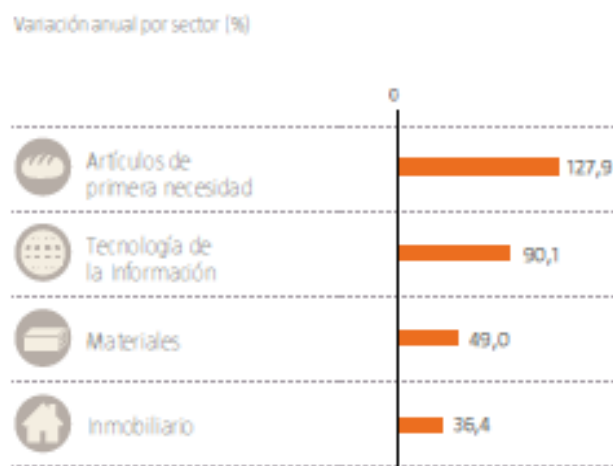
4.2. La importancia geoestratégica de los SWFs.

En este punto vamos a analizar los SWFs más allá de su estrategia financiera, para centrarnos en su estrategia sectorial y política, de cómo los SWFs satisfacen las necesidades de financiación y liquidez de los países más afectados por la crisis, y al tener un horizonte temporal mucho más largo y bajas necesidades de liquidez, con cero apalancamiento, se aprovechan de aspectos como las primas de liquidez de otros o las primas de riesgo de mercados inestables afectados por la crisis. Esto les permite atender otros objetivos más allá de los puramente financieros, relacionados con los sectores estratégicos de la economía. Como veremos en el análisis, España es un claro ejemplo de estas prácticas.

Debido al desplome de las inversiones en el año 2012, e incluso desde el inicio de la crisis en 2008, los SWFs cambiaron la tendencia de la inversión, buscando sectores estratégicos como la industria, en concreto, la industria tecnológica y de telecomunicaciones. De hecho, en España

todas las operaciones que llevaron a cabo los SWFs en 2012, el año de mayor impacto de la crisis en España, fueron todas inversiones estratégicas en sectores clave, destacando el caso de CEPSA y de Iberdrola. Esto se observa claramente en el gráfico siguiente sobre la variación de la inversión en 2012 por sectores.

Gráfico 12. Variación de la inversión por sectores (2012)



Fuente: ESADE, KPMG, ICEX 2013. Informe fondos soberanos

En un año en el que la inversión baja desde los 90.000 millones de USD hasta los 57.000, la inversión en el sector de las tecnologías de la información ha crecido un 90%. Dado el clima de incertidumbre, no podemos pensar que los motivos sean financieros, y menos en un sector con tanta volatilidad.

Pero si hay un sector estratégico en la economía por naturaleza, ese es el de la energía, por cuestiones de desarrollo sostenible, de crecimiento, de seguridad... todo país necesita tener acceso a las fuentes de energía, y más aún a las fuentes de energía futuras. Además, muchos países productores de energía como los de Oriente Medio necesitan prevenir el agotamiento de los recursos y mantener la hegemonía sectorial para garantizar la sostenibilidad de sus economías, por lo que necesitan diversificar dentro del sector. En muchos países, este sector está controlado por empresas asociadas con el gobierno, por lo que es muy difícil establecerse.

Como ya hemos mencionado, a la hora de invertir en este sector, los SWFs se sitúan como una clase de inversor de gran calidad ya que tienen características muy ventajosas. Las más importantes son su nulo apalancamiento y su falta de necesidades de liquidez. Al no tener deuda, son inversores de plena confianza, y al tener un horizonte temporal tan largo, pueden

ofrecer liquidez a los que sí la necesitan y aprovecharse de ello en forma de prima. Además, se aislan de grandes volatilidades de ciertos activos y también se aprovechan de esas primas de riesgo sin realmente exponerse a él.

Por eso se colocan como grandes socios financiadores para proyectos y como coinversores de activos estratégicos, con empresas privadas que buscan los mismos fines de carácter no financiero. Y es que tienen grandes reservas de capital que buscan siempre colocarse para crear valor, ya sea financiero o de otra clase. El largo horizonte temporal que afrontan es siempre sinónimo de paciencia en la inversión, y son suelen ser socios que garantizan cooperación en futuras decisiones de inversión en empresas privadas.

El sector de las infraestructuras es otro de los negocios que se pueden considerar estratégicos o de suma importancia. Los SWFs han invertido en infraestructuras desde hace mucho tiempo, pero casualmente, a partir de 2007 el interés por este sector parece haber aumentado. Si nos paramos a pensar, el tipo de activos de infraestructuras, con rendimientos a muy largo plazo y unos flujos de caja totalmente estables, sin riesgos derivados de la inflación y una demanda totalmente inelástica (al igual que el caso del sector energético) encaja a la perfección con las características de un SWF. Pero además, este tipo de inversiones están muy poco correlacionadas con las demás (equities y bonos), por lo que contribuye a la diversificación de la cartera, sin embargo, invertir directamente en el sector de las infraestructuras conlleva ciertos inconvenientes. La capacidad de inversión de los SWFs es suficientemente grande como para abarcar estos proyectos sin problema. Pero a nivel estratégico, su perfil de riesgo se podría ver afectado y el impacto en la liquidez de la cartera no comulga con su estrategia de inversión.

La manera más común de entrar en este sector es a través de un private equity, pero hoy en día, a pesar de las ventajas que tiene el trabajar con este tipo de inversores privados, existen algunos conflictos que es preferible evitar actuando por cuenta propia. En los últimos años los private equities han optado por aumentar el apalancamiento una vez el activo está en propiedad, para aumentar el valor de los activos, en vez de asegurar la estabilidad de los flujos y disminuir el riesgo. Además, las elevadas comisiones de invertir con gestores externos es otro punto en contra.

Otro punto de desencuentro es el horizonte temporal de las inversiones, que es algo innegociable para los SWFs ya que aporta flexibilidad de compra y venta hasta conseguir el mayor rendimiento. Los private equity suelen trabajar con horizontes temporales inferiores a diez años, lo que aleja a las dos partes.

La solución, con tantos recursos, es bastante clara, invertir directamente en los private equity y tomar el control y además ahorrarse las comisiones. Es lo que hacen, por ejemplo, el Abu Dhabi Investment Authority, o el Government Investment Corporation de Singapur. El primero tiene participaciones en el Aeropuerto de Londres-Gatwick, en el consorcio noruego de gaseoductos Gassed, en Open Grid Europe (explota 12.000 km de gaseoductos en Alemania) y en tres puertos importantes de Australia⁹.

Después de todo, posiblemente sea el financiero el sector donde el objetivo estratégico de los SWFs es más llamativo. Otra vez la crisis financiera cambió completamente la visión estratégica de los SWFs.

Las grandes entidades financieras, durante la crisis, tenían unas cifras impresionantes de inversión (sobre todo crediticia) soportada por una base de capital de muy dudosa calidad. Para contrarrestar esa volatilidad y ganar liquidez, buscaron refuerzo en los SWFs. Éstos destinaron más de 70.000 millones de USD para estabilizar el sistema bancario, y se establecieron como los grandes inversores en el sector. Estas inversiones han contribuido notablemente a la estabilidad del sistema financiero, y de hecho estas inversiones siguen presentes en los balances de muchos bancos, aunque los peores años ya han pasado.

Los SWFs más activos en este sector se sitúan siempre entre los más grandes, como el Abu Dhabi Investment Authority, el China Investment Corporation, Kuwait Investment Authority, y destacando entre todos ellos, Temasek, que acapara el 60% de las transacciones desde 2006 hasta 2012. En 2013 hay que destacar a Khazanah, de Malasia, que concentró el 78% de las transacciones en el sector.

La participación de Kuwait Investment Authority y Abu Dhabi Investment Authority en Citigroup, de China Investment Corporation en Morgan Stanley, del Government Investment Authority en UBS, del International Petroleum Investment Company en Barclays, del Qatar Investment Authority en Credit Suisse y varios bancos de referencia en Grecia, son ejemplos de inyecciones de liquidez en entidades de riesgo sistémico global máximo que ayudaron a eludir parte de los efectos de la crisis a estas

Con todo esto, el papel y el legado que dejan los SWFs en el sector financiero mundial es de extrema importancia. Los principales bancos del mundo han recibido inyecciones de capital por parte de SWFs, por lo que da que pensar en qué punto estaríamos ahora sin ellas, la desconfianza que podría haber habido, el enorme riesgo de contagio, el clima de

⁹ ESADE, KPMG, ICEX, 2013. *Informe Fondos Soberanos*.

incertidumbre como pasó con Lehman Brothers y en general cuánto más dañina hubiera sido la crisis financiera para los mercados de todo el mundo.

5. Government Pension Fund Global of Norway

El Government Global Pension Fund noruego es el SWF más grande del mundo en volumen de activos, con una cartera de inversión de 897.000 millones de USD, lo que equivaldría a un 1,3% de todas las acciones que cotizan en el mundo en este momento, o el 2,5% de las que operan en Europa. Esta cartera está gestionada en su totalidad por el banco central noruego mediante el Norges Bank Investment Management.

El Government Global Pension Fund data del año 1990, y su objetivo era gestionar las enormes rentas que reportaban el petróleo, es decir, es un commodity fund. Hasta 1997, cuando manejaba ya unos 20.000 millones de USD en activos, su estrategia de inversión era la misma que el banco central noruego, y todo su capital estaba invertido en renta fija. A partir de ese año, recordamos que los últimos años del siglo XX fueron años de gran crecimiento, ya que las reservas acumuladas por los países exportadores de petróleo eran inmensas, el precio subía y la demanda por parte de los países emergentes estaba en un punto máximo hasta entonces. Ante ese auge y el excesivo capital acumulado, se decide a través del gobierno noruego invertir un 40% del capital en renta variable. Para gestionar la cartera se crea el Norges Bank Investment Management.

Las primeras inversiones fueron a parar a EEUU principalmente, y las grandes tasas de retorno de la renta variable junto con nuevas subidas del precio del petróleo hacen crecer el fondo hasta los 322.000 millones de USD.

En los últimos años se ha actualizado la estrategia de inversión a los nuevos tiempos para una mejor diversificación y rendimientos más altos.

La estructura del Government Global Pension Fund se basa a términos muy generales en convertir los recursos de petróleo y gas del territorio noruego en activos financieros en el extranjero. El objetivo principal es la creación de valor permanente y el desarrollo sostenible de la economía noruega. Para ello, los ingresos que se generan a través de la actividad petrolera se transfieren directamente al fondo, devolviendo una parte a las arcas del Estado para cubrir las necesidades y el déficit (previamente presupuestado) no derivado de la actividad petrolera.

Un aspecto muy importante sobre el valor financiero de este vehículo es que a medida que el Estado va necesitando financiación extraordinaria por causas no presupuestadas (cosa que en España suele pasar), el déficit se cubre con el capital del fondo, de tal manera que el Estado no acumula endeudamiento y ahorra una enorme cantidad de dinero en concepto de pago de intereses.

5.1 Estrategia

El objetivo del Government Global Pension Fund es *“conseguir el mayor rendimiento posible en el largo plazo, bajo unos niveles de riesgo aceptables, a través de una filosofía de inversión responsable y una gestión eficiente y transparente”*¹⁰.

Según Age Baker, El CFO del Norges Bank Investment Management, la estrategia de inversión del Government Global Pension Fund se basa en tres premisas:

- Invertir a nivel global, para crear valor en el mundo entero.
- Diversificar riesgo y retornos a través de inversión global y diferentes tipos de activo (asset allocation).
- Crear valor en consonancia con las características del fondo, la perspectiva a largo plazo y su enorme tamaño.

Por eso, según el mismo Norges Bank Investment Management, un inversor “largoplacista” como el Government Global Pension Fund crea valor por medio de la toma de cuatro tipos de decisiones:

1. *Diversificación*. Tanto sectorial como geográfica, permite obtener mayores rendimientos del capital en comparación con carteras muy concentradas, gracias a la compensación de los retornos de activos que no presentan correlación perfecta. Como veremos en el análisis, el grado de diversificación del Government Global Pension Fund garantiza la ausencia de concentraciones de capital tanto en áreas geográficas concretas como en sectores, de tal manera que una crisis sectorial o focalizada geográficamente no supondría un lastre para la sostenibilidad de los resultados del fondo en el largo plazo, aunque en el corto plazo puede haber desviaciones.

¹⁰ Norges Bank Investment Management.

2. *Rebalancing*. Es el proceso de comprar y vender porciones de la cartera de inversión para compensar el efecto de los diferentes rendimientos de los distintos tipos de activos en la valoración de la cartera total. Dado que los activos de renta variable someten a la cartera a una mayor exposición al riesgo, su volatilidad es mayor y sus rendimientos afectan más al asset allocation. Esa posible revalorización modifica el peso de esa la cartera en el portfolio total, por lo que habría que comprar o vender para conservar el asset allocation en los niveles establecidos.

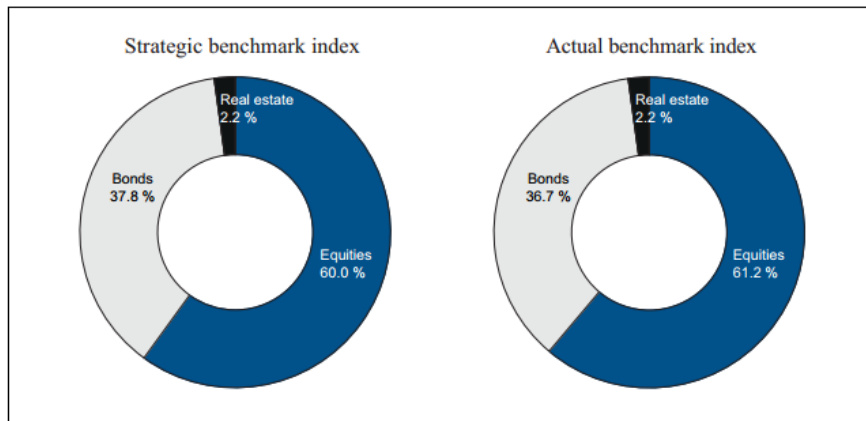
Se trata de mantener un nivel de utilidad a lo largo del tiempo. Es una estrategia de inversión activa de carácter contra-cíclico. Se basa en incrementar la exposición a valores que han bajado recientemente y reducir posiciones en los valores que han subido. Como vemos en el gráfico ---, el rebalancing es una metodología que se se lleva a cabo meticulosamente por parte de la gestión del Norges Bank Investment Management, de tal manera que observamos una gran estabilidad en el asset allocation estratégico del fondo a lo largo de los años, incluso en años de gran inestabilidad.

3. Exponerse a factores de riesgo que, aunque están sujetos a gran volatilidad en el corto plazo, ofrecen grandes beneficios potenciales en el largo plazo. La estrategia del Government Global Pension Fund pretende conseguir rendimientos sostenibles en el largo plazo. Por esta razón, como comprobaremos en el análisis, la exposición de la cartera al riesgo está limitada por los organismos reguladores del fondo para asegurar esa sostenibilidad.
4. *Elección de los valores adecuados*. Ésta es más una cuestión de capacidad del gestor, y nadie tiene la receta perfecta. Se trata, además de la búsqueda de la rentabilidad, de adecuar la elección de los valores a los tres fundamentos anteriores.

Con todo ello, según el informe de estrategia del CFO del Government Global Pension Fund , el asset allocation “estratégico” del Government Global Pension Fund tiene una estructura en la que el 60-65% de la cartera se destina a inversiones de renta variable (equities), el 35-40% se invierte en valores de renta fija, y hasta un 5% se destina a inversiones en Real Estate.

En 2014 el asset allocation del fondo concentraba el 61,1% de la cartera de inversión en renta variable, el 37,7% eran inversiones en títulos de renta fija, y el 1,2% restante la conformaban inversiones en Real estate, como se observa en el Gráfico 13.

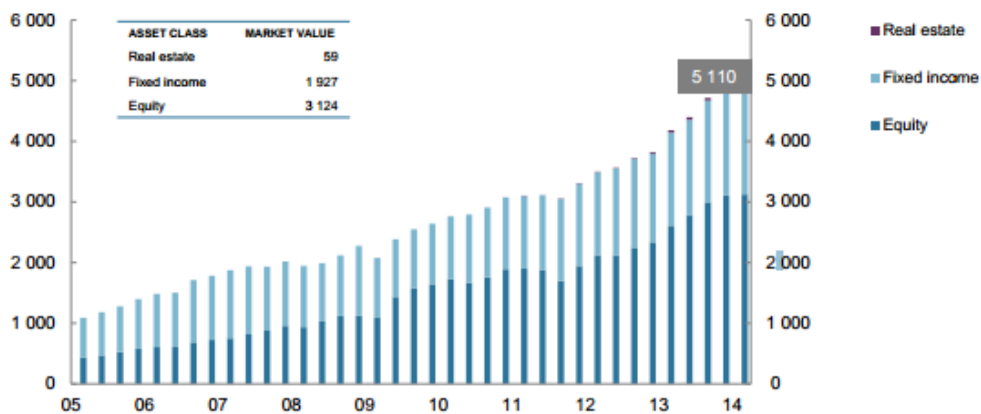
Gráfico 13. Composición y evolución de la cartera estratégica y táctica del GPFG (2014)



Fuente: Ministerio de Economía y finanzas de Noruega.

Allocation

Billions of kroner

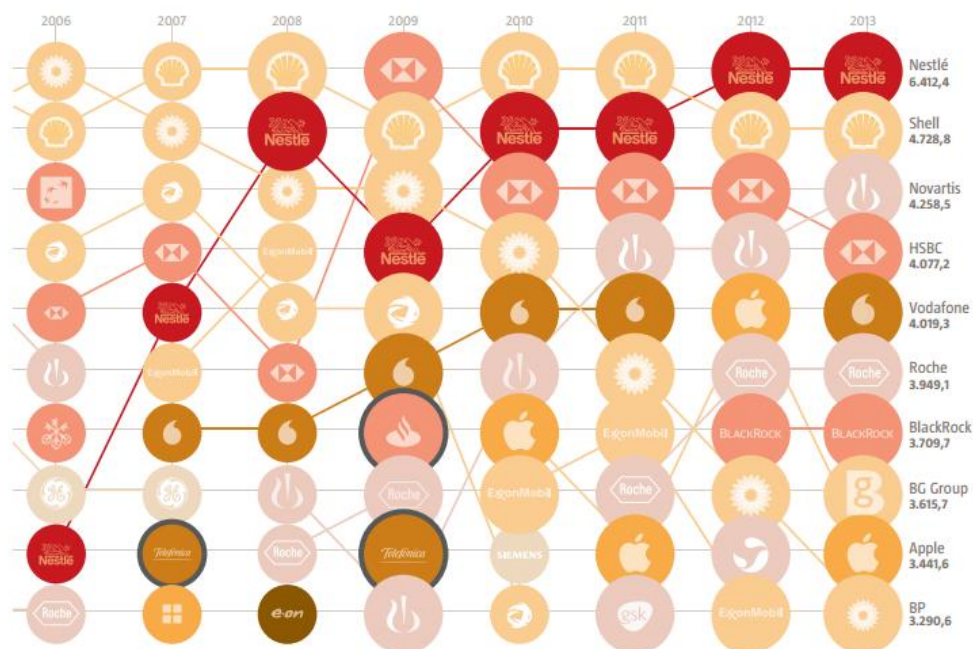


Fuente: Norges Bank Investment Management

Centrándonos en la gestión de la cartera de renta variable, el fondo ostenta participación en 8.213 compañías en esos 82 países en los que opera. En el informe de fondos soberanos 2014 de KPMG junto con ESADE y ICEX se destacan varias características de la inversión en Equities del fondo en los últimos años.

La primera es que, a partir del año 2000, desaparecen las Telecom de la cartera, cuando algunas como Nokia llegaron a liderar la cartera. Otra característica es su gran confianza en la inglesa BP, que ha estado presente desde el inicio de la actividad del fondo y siempre ha ocupado un puesto en el top 10 de la cartera. Otras dos empresas siempre presentes son Roche y Novartis, dos farmacéuticas suizas, a las que se une Nestlé, que es la líder indiscutible de la inversión en la actualidad.

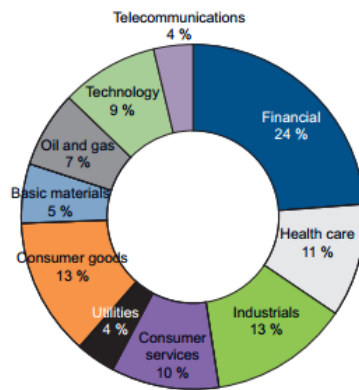
Gráfico 14. Empresas con mayor peso en la cartera de renta variable de GPFG (2006-2013)



Fuente: ESADE, KPMG, ICEX, 2014. Informe fondos soberanos

Por último, se aprecia a nivel sectorial una gran diversificación, ya que en 2008, antes de la crisis, cuatro de las cinco primeras inversiones del fondo eran en empresas de gas o petróleo, mientras que actualmente, y en consonancia con lo la filosofía de inversión descrita por el Norges Bank Investment Management, la cartera se encuentra enormemente diversificada, como se puede ver en el Gráfico 14 expuesto en el informe anual del Ministerio de Economía de Noruega.

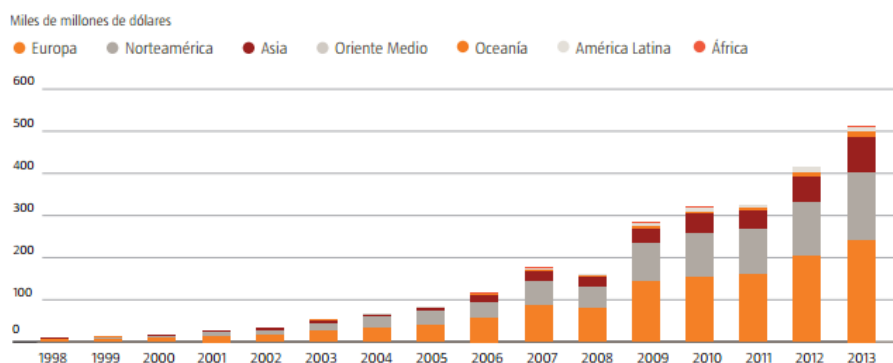
Gráfico 15. Distribución por sectores de la cartera de renta variable del GPFG (2014)



Vemos que, a excepción del sector financiero, que representa el 23,65%, el fondo no concentra más de un 13% de su inversión en el mismo sector, siendo los más representativos el sector industrial y de consumo que, dentro de la evidente correlación interna, son sectores muy heterogéneos.

Entrando más a fondo en la geografía de las inversiones del Government Global Pension Fund, el fondo tiene inversiones en 82 países mediante operaciones en 44 divisas. El 45% de su inversión la sitúa en Europa (veremos cómo el fondo da preferencia a inversiones en Europa), el 33% de la inversión se concentra en América del Norte (EEUU y Canadá), el 17% se encuentra en Asia y Oceanía y el 2,5% en el resto del mundo¹¹, como se indica a continuación en el Gráfico 15.

Gráfico 15. Distribución de la cartera del GPFG por continentes



Fuente: ESADE, KPMG, ICEX, 2014. Informe fondos soberanos

La inversión en España

¹¹ Todas las inversiones se realizan fuera de Noruega.

A cierre del año 2013, el Government Global Pension Fund aumentó su inversión en compañías españolas de 8.321 millones de USD a 9.990 millones, lo que supone un incremento del 20,1%. Actualmente mantiene su inversión en 73 compañías cotizadas españolas, de las que las principales son las que se encuentran en la tabla 4.

Tabla 4. Principales inversiones españolas del GPFG

TOP 20	Empresa	2013	2012	2013/2012
1	Santander	1.245	1.389	-10,4%
2	Telefónica	952	990	-3,8%
3	BBVA	840	833	0,8%
4	Inditex	651	600	8,5%
5	Iberdrola	471	447	5,4%
6	Repsol	292	240	21,7%
7	Ferrovial	222	181	22,7%
8	Amadeus	172	131	31,3%
9	Gas Natural	160	123	30,1%
10	Crifols	127	106	19,8%
11	Banco de Sabadell	109	90	21,1%
12	IAG	100	-	-
13	Abertis	98	93	5,4%
14	CaixaBank	97	38	155,3%
15	Banco Popular	95	53	79,2%
16	Mapfre	93	46	102,2%
17	ACS	87	77	13%
18	DIA	76	70	8,6%
19	Bankinter	67	24	179%
20	Gamesa	65	2	3150%
	Total*	6.019	5.533	8,7%

Fuente: ESADE, KPMG, ICEX, 2014. Informe fondos soberanos

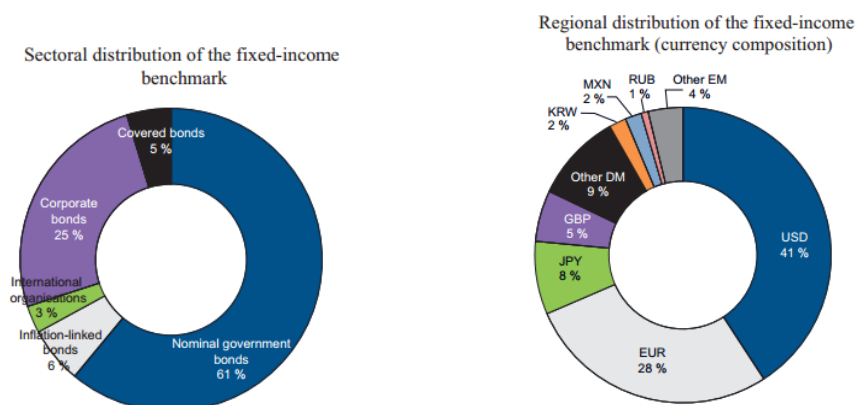
Si comparamos la estructura de inversión por geografías del fondo con el del benchmark (FTSE), encontramos grandes diferencias que, pudiendo ser fruto de la casualidad, resulta que se realizan de forma deliberada por parte del Norges Bank Investment Management. Y es que, bajo la orden del Ministerio de Finanzas noruego, se aplica una ponderación de 2,5 a los títulos valores europeos con respecto al FTSE, en otras palabras, de acuerdo con el FTSE, Europa debería pesar un 23% en la cartera de inversión, pero con esa ponderación el peso debería ser del 40%, y ya hemos visto que es de un 45%.

Se trata por tanto de una apuesta del fondo por invertir en el continente europeo, en el mercado doméstico. Esto es más común de lo que parece y se observa también en la filosofía de inversión de algunos inversores institucionales, que tratan de invertir en los mercados más cercanos en cuanto a geografía y en cuanto a cultura.

Una vez hemos analizado la estrategia del fondo más importante del mundo, vamos a analizar sus resultados para el año 2014.¹²

En cuanto a la cartera de inversión de renta fija, observamos en el gráfico una concentración del 61% de la cartera en deuda soberana, seguida de deuda corporativa (25%) y el resto es deuda avalada y otros tipos de emisiones. Esta cartera se encuentra del mismo modo enormemente diversificada, ya que contiene bonos de 1.143 emisores diferentes y emitidos en 31 divisas. El dólar y el Euro concentran el 69% de la cartera.

Gráfico 16. Distribución de la cartera de renta fija del GPFG por sectores y por regiones



Fuente: Cuentas anuales 2013-2014 GPFG, Ministerio de Economía de Noruega.

5.2. Rendimiento

En este punto vamos a realizar un estudio del rendimiento del Government Global Pension Fund, tanto de su cartera de renta fija como la de renta variable, excluyendo las inversiones en Real State¹³ que cuentan únicamente con un peso máximo del 5% en el asset allocation, y a modo comparativo, vamos a centrarnos en lo que se llama el “retorno activo” y el “tracking error”, que no es más que lo que gana de más o de menos el fondo, así como el nivel de riesgo que asume en comparación con su benchmark.

¹² El fondo cierra el ejercicio contable en Marzo de 2014, por lo que todavía no se han presentado los resultados del último ejercicio.

¹³ Debido al poco peso de la inversión en Real Estate en la cartera del fondo (1,2%), y a su escasa liquidez, que dificulta la apertura y cierre de posiciones, nos centraremos en el estudio de los demás tipos de activos.

De acuerdo con el informe anual del Norges Bank Investment Management, el benchmark del Government Global Pension Fund, con el que compara todos sus datos es el FTSE Global All Cap, un índice global que representa los rendimientos de más de 7.400 empresas large-cap, mid-cap y small –cap de 47 países, incluyendo empresas tanto de mercados desarrollados como de mercados emergentes. Este índice se creó precisamente como benchmark para grandes fondos, y está estructurado según los estándares del ICB (Industry Classification Benchmark).

Para medir el retorno del fondo tenemos que tener en cuenta que posee inversiones en cartera en 31 divisas diferentes, por lo que vamos a utilizar los datos de las cuentas anuales que publica el Ministerio de Economía y Finanzas de Noruega, que se muestran en NOK. Según la divisa en que midamos el retorno el resultado variará, ya que, por ejemplo, la moneda noruega ha sufrido una gran depreciación con respecto a las dos monedas referencia, el Euro y el Dólar, y esto ha supuesto una revalorización del fondo por valor de 700 billones de NOK, únicamente por medirlo en dicha divisa. Por tanto, ninguna divisa sería adecuada para medir el protfolio. Dicho esto, la razón por la que vamos a usar la moneda noruega tiene que ver con que el fondo no opera en su propia moneda, ya que solo invierte en el extranjero, por tanto, eliminamos el efecto de la divisa sobre el poder adquisitivo internacional.

Según el Ministerio de Finanzas, la cartera de inversión obtuvo una tasa de retorno de operaciones financieras del 7,6%¹⁴ en 2014 (véase Tabla 5).

La cartera de renta variable obtuvo una tasa de retorno del 7,9%, donde destacan las inversiones realizadas en Norteamérica, con un beneficio del 18,7%. Las inversiones en el continente europeo solo obtuvieron un 0,2%, mientras que el resto del mundo aportó un retorno del 9,3%.

La cartera de bonos obtuvo una tasa de retorno del 6,9% en 2014, resultante de ponderar los rendimientos de la deuda pública (con una TIR media de 6,7%), y de la deuda corporativa (con una TIR media de 11,3%) según su peso en la cartera. La TIR media de los bonos considerados a vencimiento fue del 2,1% y la duración media de la cartera a vencimiento fue de 5,4 años, lo que supone una sensibilidad al movimiento de los tipos de interés 6 meses inferior a la del benchmark.

¹⁴ Antes de deducir los costes de gestión. Se pondera el resultado de cada cartera por su peso en el portfolio total.

Si finalmente deducimos los costes de gestión que se aplican a favor del Norges Bank Investment Management, y eliminamos el efecto de la inflación, nos quedaría un retorno neto de 6,3%.

Tabla 5. Rendimiento medio del GPFG, antes de descontar costes de gestión.

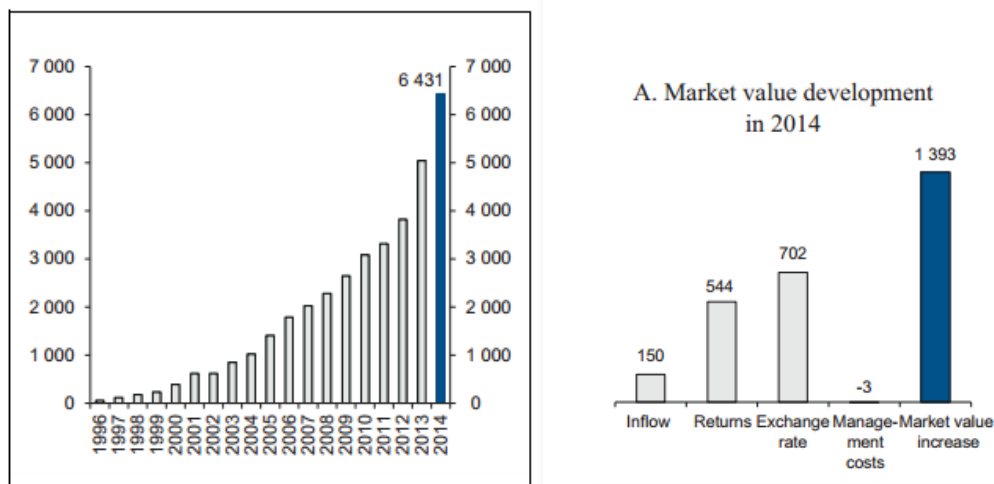
	2014	Last 3 years	Last 5 years	Last 10 years	1998–2014
<i>GPFG incl. real estate</i>					
Actual portfolio	7.58	12.26	8.61	6.17	5.81
Inflation	1.13	1.51	1.87	2.01	1.85
Management costs	0.06	0.06	0.07	0.09	0.09
Net real return	6.31	10.53	6.55	3.98	3.80
<i>GPFG excl. real estate</i>					
Actual portfolio	7.53	12.26	8.61	6.17	5.81
Benchmark index	8.30	12.14	8.36	6.06	5.56
Excess return (percentage points)	-0.77	0.12	0.25	0.11	0.25
<i>Equity portfolio</i>					
Actual portfolio	7.90	17.17	10.70	7.32	5.79
Benchmark index	8.73	16.90	10.51	6.99	5.33
Excess return (percentage points)	-0.82	0.27	0.18	0.33	0.45
<i>Fixed-income portfolio</i>					
Actual portfolio	6.88	4.51	4.93	4.48	5.14
Benchmark index	7.59	4.74	4.66	4.38	4.98
Excess return (percentage points)	-0.70	-0.24	0.27	0.10	0.16
<i>Real estate portfolio</i>					
Actual portfolio	10.42	9.30			

Fuente: Norges Bank Investment Management

El Gráfico 17 propuesto a continuación muestra la revalorización que ha llevado a cabo el Government Global Pension Fund desde su creación en 1996. A fecha de cierre del ejercicio del año 2014 el valor de mercado del fondo se estima en 6.431 billones de Coronas noruegas, lo que en Euros sería de 733.320 millones de Euros¹⁵. 150 billones de NOK se inyectaron en el fondo directamente de las arcas del petróleo (17.000 millones de EUR), de los cuales se utilizaron 3 billones (342 millones de EUR) para costear la gestión del Norges Bank Investment Management. El beneficio derivado de las inversiones del fondo (ROF) fue de 544 billones de NOK (62.000 millones de EUR), junto con una revaluación positiva de la cartera derivada del tipo de cambio por valor de 702 billones de NOK (80.530 millones de EUR), se produce un incremento del valor del fondo de 1.393 billones de NOK (159.000 millones de EUR).

¹⁵ EUR/NOK = 0,1147203 a fecha del análisis.

Gráfico 17. Revalorización acumulada del GPFG, en billones de NOK, y desglosado por flujos entrantes y salientes.



Fuente: Norges Bank Investment Management

En términos de riesgo - volatilidad, la siguiente tabla muestra los datos más significativos¹⁶. Para medir la volatilidad vamos a asumir que los rendimientos del fondo siguen una distribución normal, por lo que usaremos la desviación típica como ya hemos hecho antes¹⁷. Con estos datos observamos que el riesgo ha variado mucho a lo largo del tiempo. En el último año se registra una volatilidad media del 4,64%, mientras que en los años 2008 y 2009, los años con mayor incertidumbre en los mercados, vemos que la volatilidad aumenta y eleva la media anual hasta el 7,26%.

La asimetría y la curtosis son medidas de desviación de la distribución con respecto a la normal. Según la teoría estadística, una asimetría negativa y una curtosis mayor a 3 significarían para este caso que el fondo obtiene pérdidas mayores y con mayor frecuencia que en una distribución normal. La distribución que sigue la cartera del Government Global Pension Fund tiene una curtosis cercana a 2 y una asimetría positiva muy leve, por lo que se podría decir que el estudio de la cartera asumiendo normalidad en su comportamiento nos debe dar resultados significativos.³

¹⁶ Fuente: Norges Bank Investment Management.

¹⁷ Si asumimos una distribución normal, tenemos en cuenta que se asume una probabilidad de exceder las estimaciones de volatilidad en uno de cada tres años.

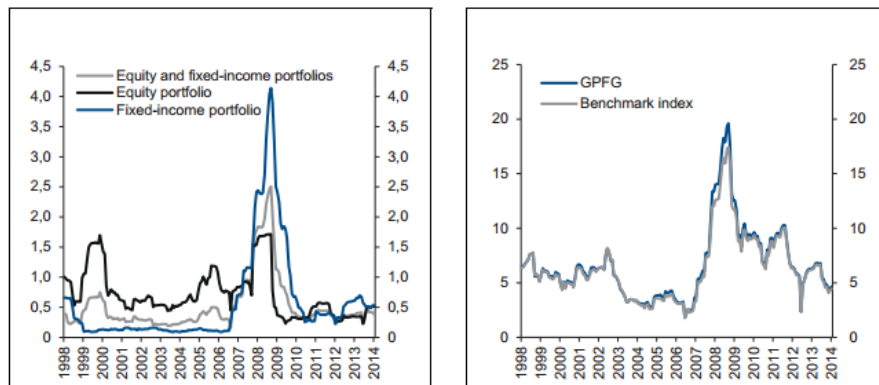
Tabla 6. Medidas del riesgo medio absoluto y relativo del GPFG.

	2014	Last 3 years	Last 5 years	Last 10 years	1998-2014
<i>GPFG excl. real estate</i>					
Absolute volatility (percent)	4.64	5.76	7.26	8.60	7.52
Tracking error (percentage points)	0.38	0.38	0.40	0.91	0.74
Skewness ¹	0.13	-0.76	-0.35	-1.04	-0.97
Kurtosis ¹	2.02	3.52	2.88	6.65	6.92
Information ratio ²	-2.01	0.33	0.64	0.12	0.34
<i>Equity portfolio</i>					
Absolute volatility (percent)	7.10	9.14	12.18	14.84	15.24
Tracking error (percentage points)	0.52	0.44	0.44	0.80	0.84
Skewness ¹	0.10	-0.92	-0.41	-0.93	-0.81
Kurtosis ¹	2.68	4.38	3.36	5.49	4.49
Information ratio ²	-1.59	0.62	0.41	0.41	0.54
<i>Fixed-income portfolio</i>					
Absolute volatility (percent)	1.65	2.40	2.65	3.49	3.40
Tracking error (percentage points)	0.53	0.48	0.53	1.43	1.11
Skewness ¹	-0.30	-0.65	-0.56	-0.47	-0.44
Kurtosis ¹	2.50	3.36	3.83	4.79	4.27
Information ratio ²	-1.32	-0.49	0.51	0.07	0.14

Fuente: Norges Bank Investment Management

El ministerio de Economía y finanzas de Noruega estipula un límite de desviación de la cartera con respecto al índice de referencia (benchmark). Esta desviación la vamos a medir con el "Tracking error". Esta variable se usa como medida de la inversión pasiva (referenciada). En este caso es prácticamente lo mismo, pero en términos de riesgo, es decir, es la medida de las variaciones entre el diferencial de riesgo (medido en términos de desviación típica) de la cartera del fondo y el del índice de referencia. Concretamente, la autoridad financiera noruega exige que la cartera no tenga un tracking error superior al 1% respecto del índice FTSE Global All Cap. De nuevo debemos tener en cuenta que se está asumiendo la normalidad de la distribución que sigue la cartera, por lo que deberíamos establecer un margen de incumplimiento para 1 de cada tres años. Todo esto se asume en condiciones de mercado ordinarias, por lo que se podría incumplir el mandato en situaciones de estrés en el mercado. Como vemos en la tabla resumen, el tracking error para el año 2014 es de 0,4%, por lo que cumple holgadamente con las exigencias de los reguladores.

Gráfico 18. Tracking error medio anual para las carteras de renta fija y variable, y para la cartera total del GPF, y desviación típica del GPF y el Benchmark index, en puntos porcentuales.



Fuente: Norges Bank Investment Management

El gráfico de la izquierda muestra el tracking error del fondo con respecto al benchmark en puntos porcentuales, desde el año 1998. En él se puede apreciar cómo en 2008 y 2009 se dispara el tracking error. Es un claro ejemplo de una situación macroeconómica extraordinaria debido a la caída del sistema financiero contagiado por la crisis del crédito en EEUU tras la caída de Lehman Brothers. Para este tipo de situaciones, se estipulan unos nuevos límites de desviación.

El gráfico de la derecha muestra la evolución de la volatilidad medida en términos de desviación típica de la cartera del fondo con respecto del benchmark. En él podemos observar cómo el riesgo evoluciona a la par para las dos muestras, a excepción de los mismos años, 2008 y 2009 debido a, por una parte, la situación de estrés de los mercados, y por otra parte, a que el tracking error que estamos calculando no incorpora todos los tipos de riesgo que puede haber en la gestión de activos.

El límite de desviación que impone el gobierno de Noruega es muy importante en cuanto a que afecta a los resultados del fondo. El Norges Bank Investment Management, como gestor del fondo, debe conformar una cartera que permita a éste conseguir maximizar el rendimiento activo (el rendimiento por encima del benchmark) sin superar el límite de exposición al riesgo (tracking error) estipulado. Esta es sin duda una de las tareas más complicadas de llevar a cabo.

Para medir este elemento, utilizamos el Ratio de información. El ratio de información nos muestra la diferencia entre el rendimiento activo (el exceso de rentabilidad con respecto al

benchmark) y el tracking error (el exceso de riesgo de la cartera). En otras palabras, nos muestra la compensación que nos da la cartera sobre el benchmark por asumir más riesgo que éste. En este sentido es algo parecido al ratio reward-to-risk. Dentro de los límites impuestos por los reguladores, cuanto más alto sea el ratio de información, más merecerá la pena asumir riesgo y acercarse al límite máximo permitido.

El Government Global Pension Fund obtuvo un ratio de información del -2,01 en 2014, ya que reportó una menor tasa de retorno que su benchmark (7,8% por 8,30%, lo que resulta en un exceso de -0,77), y un tracking error de 0,38. Este dato evidencia que asumiendo más riesgo que el benchmark, el fondo está obteniendo peores rendimientos, por lo que quizá habría que reducir el riesgo de la cartera.

En resumen, en un año muy positivo en general para los mercados tanto de deuda como de renta variable (sobre todo después de un año de mínima rentabilidad de los mercados de deuda), vemos que ambas carteras del fondo han obtenido rendimientos por debajo del índice de referencia, al que no han conseguido batir.

¿Significa eso un año malo para el Government Global Pension Fund? Evidentemente existen cosas por mejorar, pero si echamos un vistazo al “assessment” que publica el Ministerio de Economía de Noruega en su página web, leemos la siguiente conclusión:

Infografía 2. Ministerio de economía de Noruega.

Norges Bank has discussed the main sources of such negative excess return in its annual report for 2014. The Ministry focuses on performance developments over time. The Ministry is satisfied with the fact that the average annual gross return since 1998 has been about ¼ percentage points higher than that on the benchmark index, which is on par with the expectation previously expressed by the Ministry.

“El Norges Bank ha analizado las principales causas del rendimiento activo negativo, sin embargo, el Ministerio está satisfecho con el hecho de que el retorno medio anual del fondo desde 1998 está siendo en torno al 0,25% superior al del mercado (benchmark)”.

Y es que nos olvidamos que no estamos analizando un fondo de inversión al uso. Cuando se invierte dinero en un fondo de inversión se espera obtener el mayor rendimiento del mercado,

existen numerosos rankings de los mejores fondos del año, los mejores gestores, etc. Sin embargo, un fondo soberano no compite para ser el mejor del año, sino que se basa en un horizonte temporal a muy largo plazo. Por eso se limita el riesgo de la cartera (tracking error máximo), y por tanto, se limita también el rendimiento, pero se intenta que un año malo no lastre el crecimiento sostenido que se está llevando a cabo desde hace lustros. Esto es algo que es primordial en cualquier organismo que se exponga a los mercados financieros, y es lo que se llama “crecimiento sostenido”, y por eso, como se muestra en el Gráfico 17, el asset allocation del fondo sigue siendo el mismo con el paso de los años, incluso obteniendo malos resultados, y por eso también la revalorización del fondo es duradera en el tiempo, no solo los años de buenos resultados. Este punto es clave y es innegociable para este tipo de fondos, para los que de nada sirve ser el mejor un año, ni dos, sino que lo único importante es la creación de valor para el país.

5.3. Propuestas para mejorar el rendimiento de la cartera

A pesar de todo, eso no quita que haya ciertos puntos en los que (vaya por delante que en los mercados financieros ninguna estrategia está exenta de fracasar) la gestión podría mejorar el rendimiento de la cartera sin alejarse del objetivo al que hemos aludido antes del crecimiento sostenido. Y eso es lo que propondremos para terminar el análisis.

En primer lugar nos vamos a centrar en las limitaciones que el Ministerio de economía y finanzas establece para la cartera del fondo. Hemos explicado que un fondo soberano debe enfocar sus inversiones hacia objetivos concretos en el largo plazo. Sin embargo, el Ministerio de economía de Noruega establece unas pautas de inversión que limitan el exceso de la exposición al riesgo de la cartera de inversión al 1% anual con respecto del índice de referencia.

Así, ¿Por qué se orientan los resultados a largo plazo y sin embargo se establecen límites basados en medidas cortoplacistas? Hay épocas en las que el factor rentabilidad-riesgo es mucho más atractivo para invertir que otras, y es lógico pensar que un gestor (o un supervisor) debe tener flexibilidad suficiente para aprovechar las oportunidades del mercado. Para mantener esa sostenibilidad de los rendimientos, las limitaciones, al igual que la rentabilidad, deberían enfocarse a largo plazo, y ser revisadas de manera muy constante para adaptarse al entorno macroeconómico y protegerse de situaciones de incertidumbre que no llegan a ser situaciones extraordinarias de mercado. Por eso, un límite referenciado a un periodo de 5

años, revisado y ajustado frecuentemente a las condiciones anormales del mercado, añadiría eficiencia a la estrategia de inversión.

Por poner un ejemplo, estamos asistiendo actualmente a un panorama de inestabilidad derivado del conflicto de la Unión Europea y el gobierno griego. Para un entorno macroeconómico semejante, donde la probabilidad de contagio es y la sensibilidad a cualquier movimiento en el mercado son tan elevadas, las limitaciones de riesgo no pueden ser las mismas que para un momento de auge económico global. Si se revisan dichas limitaciones cada 5 años y no se realizan pruebas de back-testing, la probabilidad de incorporar esos movimientos y ajustarse a ellos es prácticamente nula o los resultados no son nada significativos, pero si se testean de manera frecuente, esos ajustes mejorarán la capacidad del gestor de aprovecharse de las condiciones del mercado.

Al hilo de este punto, el tracking error del fondo se mide en desviación típica, que es la medida de volatilidad que nos aporta la teoría financiera. Sin embargo, esta medida es una sola cifra que resume innumerables factores de riesgo que afectan a la cartera, y además actúa como comparador (tracking error) entre dos carteras que no son iguales.

La desviación típica es una medida de desviación negativa o positiva sobre una media, por lo que es una medida de carácter simétrico, dada su normalidad. Sin embargo, es lógico pensar, tal y como dice la teoría del behavioural finance, que cada inversor tiene una percepción del mercado diferente y para cada uno los resultados se deben a unas u otras causas, por lo que ese efecto aplica cierta asimetría que no recoge la desviación típica.

Desde mi punto de vista existen otras medidas de riesgo que, complementariamente con la desviación típica, ajustarían los límites de riesgo y aportarían eficiencia al factor rentabilidad-riesgo del portfolio. En concreto, el Value at Risk (VaR), que aunque se basa también en el uso de la desviación típica en su modelo, sería una medida que incorporaría elementos como la aversión al riesgo del gestor, las preferencias de inversión de los analistas, el riesgo operacional y esas variables que entrarían dentro de lo que se suele llamar "tail-measuring". Además se trata de una medida de riesgo que es "forward-looking"¹⁸, lo que se complementaría muy bien con una medida "backward-looking"¹⁹ como la desviación típica. Bien es cierto que para un gestor es quizá demasiado complejo ajustar una cartera de tanto volumen a una medida tan concreta como el VaR. Por eso sería conveniente fijar un nivel de

¹⁸ El VaR es una medida que a partir de datos del presente y el pasado intenta replicar las condiciones del mercado en el futuro, para luego calibrar el modelo a través del back-testing.

¹⁹ A diferencia del VaR, la desviación típica es una medida que se basa únicamente en observaciones del pasado.

confianza para el modelo superior al que se suele utilizar en el cálculo de VaR, que suele ser del 99% o del 95%. Por eso establecería un nivel de confianza del 90% o inferior para este fondo, así como una frecuencia semestral o incluso anual, de tal manera que 1 de cada 10 años (o semestres) la pérdida pueda ser superior a la estimada, en condiciones normales del mercado. Para un buen funcionamiento de este modelo de medición del riesgo es primordial el uso del back-testing para ajustarlo y corregir discrepancias con la realidad.

El Ministerio de economía noruego limita la inversión en base a las posibles pérdidas, por eso su limitación ataca al riesgo de la cartera. Pero, ¿Sería normal, por ejemplo, obtener un rendimiento activo de la cartera que doblara al benchmark? ¿Sería un motivo de ensalzar al gestor que lo consiguiera? Es una cuestión que en mi opinión debería tener en cuenta. No es algo que sea común, pero resultados fuera de la normalidad, aunque sean positivos, son malos indicadores, ya que evidencian que la estrategia de inversión no garantiza sostenibilidad a largo plazo. Por eso creo que al igual que se limita el riesgo de la cartera, se debería establecer un límite positivo que elimine las expectativas del gestor de recurrir a resultados extraordinarios, como incrementar los payouts, que no son sostenibles en el tiempo.

6. Conclusiones

Desde su irrupción a mediados del siglo XX, hemos visto cómo los SWFs han servido para canalizar las enormes reservas de los países con excedentes de capital, de tal manera que consiguen mitigar los efectos de la gran acumulación. Tras observar su evolución, queda claro que los SWFs tienen una enorme capacidad de adaptación al cambio, y eso lo podemos apreciar en los últimos años apoyándose fuertemente en el proceso de globalización.

A medida que los mercados financieros son más accesibles para todos, los grandes inversores salen beneficiados. La economía se globaliza, las exportaciones crecen, el excedente de los países exportadores crece, y por tanto necesitan recurrir cada vez más a estos vehículos de canalización de reservas.

Así llegamos a una fase del ciclo económico en la que existen dos mundos, el de las economías emergentes, con grandes ingresos a los que deben dar salida, y el de las economías desarrolladas, que debido a su inagotable afán de expansión y de poder cubren de enormes niveles de endeudamiento que frecuentemente sirve de destino para los ingresos de las economías emergentes. Las empresas de los mercados desarrollados usan esos ingresos para invertir en esos mismos países (que crecen a un ritmo endiablado), y ahí se cierra el círculo.

Todo acaba con una importante falta de liquidez en una parte del mundo, y un desorbitado crecimiento de otras partes del mundo, alimentándose los unos a los otros. Cuando todo explota, comenzamos una nueva fase del ciclo económico.

Pues bien, hemos visto a lo largo del trabajo que los SWFs, que son parte involucrada del conflicto, se destapan como grandes estabilizadores, ya que sirven para reducir el nivel de crecimiento en las economías domésticas, y además inyectan liquidez en las economías desarrolladas, como ha ocurrido durante la crisis bancaria.

Pero esta capacidad les convierte en agentes del mercado con un gran poder, un poder que hace que, aun comportándose como cualquier otro, no jueguen con las mismas reglas, y sean ellos mismos y sus gobiernos, como hemos visto en el GPFG, los que se autorregulen. En ese sentido, la falta de transparencia, aunque no en todos los casos, deja un gran problema por resolver que imagino se resolverá cuando el ciclo económico deje libertad para hacerlo.

Bibliografía

1. SWFI. Sovereign Wealth Fund Institute

2. Andrew Ang , Michael W. Brandt, David F. Denison. Jan 2014. *Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global*

3. The Norwegian Ministry of Finance, 2014. *The Management of the Government Pension Fund in 2014*

4. *Página oficial del gobierno de Noruega. <https://www.regjeringen.no>*

5. ICEX, ESADE, KPMG, 2012. Informe fondos soberanos.

6. ICEX, ESADE, KPMG, 2013. Informe fondos soberanos

7. ICEX, ESADE, KPMG, 2014. Informe fondos soberanos

8. Karl P. Sauvart, Lisa E.Sachs, Wouter P.F. Schmit Jongbloed. 2012. *Sovereign Investment: Concerns and Policy Reactions*

9. Sara Bazoobandi, 2012. *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and the United Arab Emirates*

10. European Central Bank, 2008. *The Impact of SWFs on global financial markets.*

11. Daniel W. Drezner, 2008. *Sovereign Wealth Funds and the (in)Security of Global Finance*
12. Alberto Quadrio Curzio, Valeria Miceli, 2010. *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-owned Investment Funds*
13. *lee.es*. Instituto Español de Estudios Estratégicos.
14. Fletcher SWF Transaction Data Base. <http://www.swftransaction.com/>