

La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión

Eszter Wirth

Los fondos soberanos de inversión (FSI) son inversores institucionales en manos de estados soberanos, que han experimentado un crecimiento sustancial durante los últimos quince años, tanto en número como en valor. Sin embargo, todavía no se tiene información suficiente de estos fondos estatales tremendamente heterogéneos, lo que ha suscitado temor y proteccionismo entre los países receptores de sus inversiones. En este artículo trataremos de realizar un repaso a su surgimiento, características generales y las modificaciones en su comportamiento inversor a lo largo de la última década, centrándonos en los efectos de la presente caída del precio de los hidrocarburos acompañada de nuevas turbulencias financieras.

Introducción

Los fondos soberanos de inversión (FSI en adelante), más comúnmente conocidos como *Sovereign Wealth Funds* (SWF) en la jerga inglesa, son inversores institucionales, algunos de los cuales han existido desde mediados del siglo XX, pero a pesar de su empeño en mantener un perfil bajo, solo captaron la atención de los medios de comunicación y las autoridades políticas a mediados de la primera década del siglo XXI. A lo largo de décadas apostaron por proyectos de desarrollo locales y por inversiones seguras en deuda pública de economías sólidas, actuando como inversores pasivos, sin ejercer sus derechos de voto como accionistas para evitar ser acusados de fondos ligados a gobiernos invasores.

Hasta el estallido de la crisis financiera en los Estados Unidos (EE. UU.) y su propagación hacia el resto de economías occidentales, las inversiones realizadas por los FSI suscitaban el rechazo en muchos países que los adoptaban debido a su opacidad en cuanto a objetivos, estrategia inversora y su relación con gobiernos poco democráticos. Sin embargo, la actitud de los mercados financieros, de las empresas y de los gobiernos carentes de liquidez y solvencia comenzó a cambiar en un contexto de turbulencias económicas y falta de credibilidad. Entonces, recibieron con los brazos abiertos la financiación ofrecida por este tipo de inversores institucionales, caracterizados por fondos abundantes y una visión inversora a largo plazo. Además, muchos FSI habían querido avanzar en la transparencia y se habían adherido a una serie de buenas prácticas promovidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI). El quinquenio 2010-2014 fue el más exitoso para los FSI, durante estos años el total de sus activos se multiplicó por 2,3 y se establecieron numerosos fondos nuevos debido al auge de los precios de los hidrocarburos en los mercados mundiales y a la acumulación de reservas internacionales por parte de los países exportadores de productos manufacturados del Sudeste asiático.

Por otra parte, el perfil inversor de los FSI también empezó a cambiar después de la crisis financiera, y empezaron a apostar por activos menos líquidos y seguros a corto-medio plazo, como inmuebles e infraestructuras, tanto en países desarrollados como emergentes, con el fin de diversificar sus carteras y reducir su riesgo global. No obstante, la brusca caída de los precios del crudo, la ralentización del crecimiento de la economía china y las nuevas turbulencias financieras



experimentadas en 2015 han podido modificar la tendencia ascendente de los activos gestionados por los FSI, así como su estrategia inversora.

En este artículo trataremos de ofrecer una visión global sobre los FSI pero evitando las generalizaciones, puesto que se trata de un grupo muy heterogéneo de entes, tanto por sus ingresos, objetivos, inversiones y contabilidad; como por su transparencia, siendo algunos bastante opacos. Empezaremos con la definición y características generales en el primer capítulo. Continuaremos en el segundo capítulo con las razones económicas que justifican su surgimiento y la evolución de sus objetivos. En el tercer capítulo mostramos las controversias que suscita la entrada de los FSI en los mercados y empresas de países occidentales, muy presentes hasta el estallido de la crisis financiera. En el cuarto capítulo hablaremos sobre el cambio en la opinión pública en cuanto a las inversiones realizadas por los FSI, del deseo de que estos fondos sean más transparentes para aumentar su credibilidad, así como de los estudios de especialistas que tratan de probar que los inversores institucionales no solamente carecen de amenazas de carácter político, sino que pueden aportar aspectos positivos a los mercados financieros. En el quinto capítulo se efectuará un análisis empírico de las tendencias recientes en la estrategia inversora de los FSI y en el capítulo seis expondremos los retos a los que se enfrentan los FSI en la coyuntura actual de bajos precios de hidrocarburos causante de los déficits fiscales, la liberalización de la cuenta financiera de China y las dudas sobre el crecimiento de economías importantes como los BRIC, Japón y varios países europeos. El capítulo 7 concluye.

Capítulo 1: Fondos soberanos de inversión: ¿qué son y qué representan en los mercados financieros?

El término Sovereign Wealth Fund –Fondo Soberano de Riqueza literalmente, traducido como *Fondo Soberano de Inversión* por el Grupo de Trabajo sobre Fondos de Inversión (GITFSI) del FMI– fue acuñado por Andrew Rozanov en 2005, en su artículo «Who holds the wealth of nations?», publicado en la revista *Central Banking Journal*, donde exponía que los FSI no eran «ni fondos de pensiones tradicionales, ni reservas de divisas para estabilizar las monedas, sino unas entidades diferentes en su conjunto»¹. No obstante, fue popularizado por Financial Times cuando usó la palabra por primera vez en mayo de 2007, contribuyendo a la rápida aceptación y expansión del término a nivel mundial (Bortolotti, Fotak y Megginson, 2014). Muchos organismos internacionales, institutos de investigación y *think-tanks* expusieron lo que entienden por FSI, pero aún no existe una definición única.

Capapé y Guerrero Blanco (2014) realizaron un análisis de las definiciones dadas por 30 economistas y organismos internacionales entre 2007 y 2012, sobre la base de once

criterios. Llegaron a la conclusión de que hay dos elementos comunes a todas las definiciones: son instrumentos de inversión y pertenecen a gobiernos. Otro criterio en el que parece haber cierto consenso es en el hecho de que invierten en el extranjero, no solamente en sus países de origen, aunque no está establecido un porcentaje mínimo para invertir fuera y así ser considerados FSI. También se argumenta que han de invertir en activos con cierto riesgo para diferenciarse de los fondos de estabilización, y que no se financian con emisión de deuda, pero tampoco se fija qué porcentaje mínimo de activos con riesgo deben componer carteras o qué cantidad máxima de deuda pueden tener para ser considerados FSI.

La definición más extendida es la que ofrece el GITFSI (2008, apéndice I): «Los fondos soberanos de inversión (FSI) son fondos o estructuras de inversión para un propósito específico, cuya propiedad corresponde al gobierno central. Creados por el gobierno central con fines macroeconómicos, los FSI mantienen, gestionan y administran activos con miras a alcanzar objetivos financieros, y emplean una serie de estrategias que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Los FSI se establecen a partir de superávits por cuenta corriente, operaciones oficiales de divisas, ingresos de privatizaciones, superávits fiscales y/o ingresos procedentes de exportaciones de materias primas».

Los FSI se distinguen de otros instrumentos de inversión e inversores institucionales, como son los fondos de estabilización, fondos de pensiones, *hedge funds*, fondos domésticos de inversión y desarrollo, y las empresas de propiedad estatal. Los fondos de estabilización sirven para mitigar los efectos de una coyuntura económica desfavorable, acumulando recursos en tiempos de vacas gordas y utilizándolos en períodos de vacas flacas. Por tanto, deben invertir en activos altamente líquidos y seguros, de manera que el gobierno pueda tener acceso a ellos de forma inmediata para estabilizar la economía; no se persigue la maximización del retorno financiero (muchas veces son gestionados por los bancos centrales como las reservas de divisas). En cambio, los países que disponen de FSI cuentan con unos recursos por encima de los necesarios para estabilizar la economía en coyunturas desfavorables y con una misión explícita de inversión a largo plazo en la mayoría de los casos, buscando rentabilidades por encima de las ofrecidas por los bonos de países desarrollados o de las reservas de oro. Sus carteras incluyen una gran variedad de activos con mayor riesgo en comparación con las reservas radicadas en los bancos centrales: acciones de entidades cotizadas, empresas no cotizadas, renta fija gubernamental y corporativa, capital riesgo, inversiones inmobiliarias y otras inversiones alternativas con mayor período de maduración. Das (2009) señala que los FSI tienen en común con los *hedge funds* la autonomía para elegir de una gama amplia de

activos y no tener que adherirse a un índice o a una serie de activos y divisas prefijados. No obstante, los FSI carecen del afán especulativo de los *hedge funds*.

Los fondos de pensiones públicos cuentan con una deuda actual que han de pagar periódicamente a los que habían aportado a sus arcas y se están jubilados, por lo que también precisan liquidez suficiente para afrontar los pagos de dichas pensiones. Su objetivo es maximizar la rentabilidad financiera de lo aportado por los beneficiarios y asegurarles el pago de la pensión cuando se jubilan, es decir, tienen una deuda fiduciaria (Ashby y Monk, 2008). Sin embargo, los FSI no presentan deuda gubernamental que haya que amortizar en la actualidad (muchos se crearon para asegurar las pensiones de las generaciones venideras, pero solo comenzarán a pagarlas en el futuro, no tienen obligaciones de pago en la actualidad), ni beneficiarios individuales bien definidos, solo abstractos como el gobierno o sus ciudadanos. Además, realizan sus inversiones de acuerdo con los intereses del gobierno propietario. Al no poseer obligaciones de pago presentes, cuentan con un horizonte temporal de inversión más largo y pueden asumir niveles de riesgo más alto a corto y medio plazo.

Los fondos domésticos de inversión y desarrollo son creados por las autoridades para fundar empresas vinculadas al gobierno y *joint-ventures* locales con vistas a impulsar el desarrollo económico (sobre todo mediante la construcción de infraestructuras y provisión de servicios sociales), proporcionar financiación a empresas domésticas y gestionar los bienes estatales en empresas estatales.

Finalmente, las empresas estatales realizan actividades en sectores estratégicos de la economía y compran activos en el extranjero, como la Saudi Aramco, la rusa Gazprom o la brasileña Petrobras, pero se dedican a una actividad económica clave (extracción y distribución de petróleo, telecomunicaciones, transporte, etc.), y no solamente invertir en los mercados internacionales de capitales para ganar beneficios. De hecho, estas empresas muchas veces obtienen pérdidas y están subsidiadas por el estado. No obstante, se debe mencionar una matización: según Balding (2008) Singapore Airlines es una empresa estatal y no un FSI, ya que está directamente controlada por el gobierno. Pero si la propiedad de esa empresa pública se establece mediante un holding como Temasek –propiedad del gobierno de Singapur– ya se considera parte del FSI.

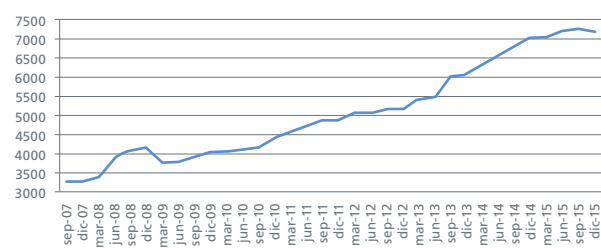
Pese a distinguirse de las reservas oficiales de los bancos centrales, muchos FSI nacieron como fondos de estabilización, como veremos a continuación, y todavía mantienen esta función (como el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile o el Fondo de Reserva ruso), o invierten en la economía doméstica para fomentar el desarrollo económico (como Qatar Investment Authority, que realiza inversiones en la economía nacional, y en

muchos fondos del África subsahariana). Por tanto, numerosos FSI poseen una naturaleza híbrida y es difícil clasificarlos. Además, existen FSI regionales, pertenecientes a una región o estado concreto de un país, como el Alaska Permanent Fund, el Texas Permanent School Fund y otros fondos de diversos estados de EE. UU. Ante la carencia de una definición concreta de los FSI, la lista de fondos considerados como FSI varía en el cómputo de los centros de investigación, dependiendo de sus criterios. De este modo, el Sovereign Wealth Fund Institute contabilizó 76 FSI y unos activos bajo gestión de 7,1 billones de dólares a finales de 2014, mientras que en la lista del Sovereign Investment Lab de la Universidad Luigi Bocconi solo figuraron 35 FSI y unos activos de 4,8 billones de dólares en 2014, ya que este último excluye fondos también dedicados a la estabilización económica como los de Botsuana, Chile o Trinidad Tobago; así como los fondos regionales. Truman también añade los fondos de pensiones públicas como CalPERS, el japonés Government Pension Investment Fund o el francés Fonds de Réserve pour les Retraites, aunque Ashby y Monk (2008) expresan claramente que no los consideran FSI al contar con deuda fiduciaria y carecer de objetivos que no sean los de maximizar los retornos financieros.

Según el Sovereign Wealth Fund Institute, instituto de investigación norteamericano creado en 2007 para el análisis de inversores institucionales soberanos, existen en la actualidad 76 FSI, cuyos activos totales ascendieron a 7,2 billones de dólares estadounidenses en diciembre de 2015. Sin embargo, existe una distribución desigual de los activos, ya que los primeros diez fondos concentran más del 75% del total y los 15 primeros que aparecen en la tabla 1 acumulan casi el 85% de los activos bajo gestión. Según *The City* (2015), los activos gestionados por los FSI representaron el 3,7% de todos los activos operados por fondos de inversión hasta el 31 de diciembre de 2013. Por otra parte, destaca su crecimiento espectacular: desde septiembre de 2007 hasta diciembre de 2015 sus activos totales pasaron de poco más de 3 billones de dólares a superar los 7 billones, es decir, registraron un crecimiento del 133% (figura 1).

El origen de los ingresos de los que se nutren son diversos pero destacan sobre todo tres fuentes: rentas provenientes de la exportación de materias primas; ingresos procedentes de reservas de divisas acumuladas gracias a superávits por cuenta corriente generados por la venta de productos manufacturados; e ingresos procedentes de *holdings* asociados a empresas estatales y/o privatizaciones de bienes públicos. Los FSI cuyos fondos proceden de la exportación de materias primas se pueden dividir en dos subgrupos: fondos cuyo origen es la venta de hidrocarburos (Government Pension Fund Global de Noruega, Abu Dabi Investment Authority, y muchos más, según la tabla 1) y los que captan exportaciones de otros recursos sin procesar como metales

Figura 1. Activos totales gestionados por FSI en miles de millones de dólares (sept. 2007 - dic. 2015)



Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2015)

(Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile, basado en el cobre) o piedras preciosas (Pula Fund de Botsuana, basado en diamantes). En cuanto a los fondos que se nutren de la exportación de manufacturas, destacan los fondos asiáticos, y entre los FSI asociados a empresas estatales tenemos a Temasek Holdings de Singapur o Mumtalakat Holding de Bahrein. Los activos gestionados por FSI de hidrocarburos representan el 56% del total, los que están en manos de fondos basados en otras materias primas no llegan al 1%, y los activos pertenecientes a fondos no relacionados con la exportación de recursos naturales, el 43% del total (figura 2).

En cuanto a la distribución geográfica de los FSI, los fondos europeos gestionan el 31% de los activos, los de Oriente Medio el 40%, los asiáticos también el 40%, y los de África y América no llegan al 5% (figura 3). Los FSI están dominados por siete exportadores de crudo árabes, dos exportadores de petróleo y gas europeos (Rusia y Noruega) y dos economías asiáticas emergentes (China y Singapur) (tabla 1).

Capítulo 2: Razones que llevan a los países a establecer FSI

El primer FSI nacional³ fue creado en 1953 por Kuwait para gestionar los ingresos provenientes de la exportación de crudo y se optó por depositar un porcentaje prefijado de la recaudación en el fondo con el fin de estabilizar la economía. Durante los años 70 y 80, el alto precio registrado por el petróleo incentivó a los países exportadores a crear fondos de estabilización para cubrirse contra la volatilidad del valor del crudo en los mercados internacionales y los consiguientes efectos desestabilizadores sobre la economía, con ciclos de auge convirtiéndose abruptamente en ciclos de contracción. Surgieron diez fondos (figura 4) como ADIA, SAMA, el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile e incluso los dos fondos de Singapur, país no precisamente primario-exportador, pero que optó por estos instrumentos para mitigar la volatilidad comercial que estaba sufriendo como país pequeño y muy abierto. El propio Banco Mundial recomendó el establecimiento de fondos de ahorro y la estabilización en los 80, dada la experiencia positiva

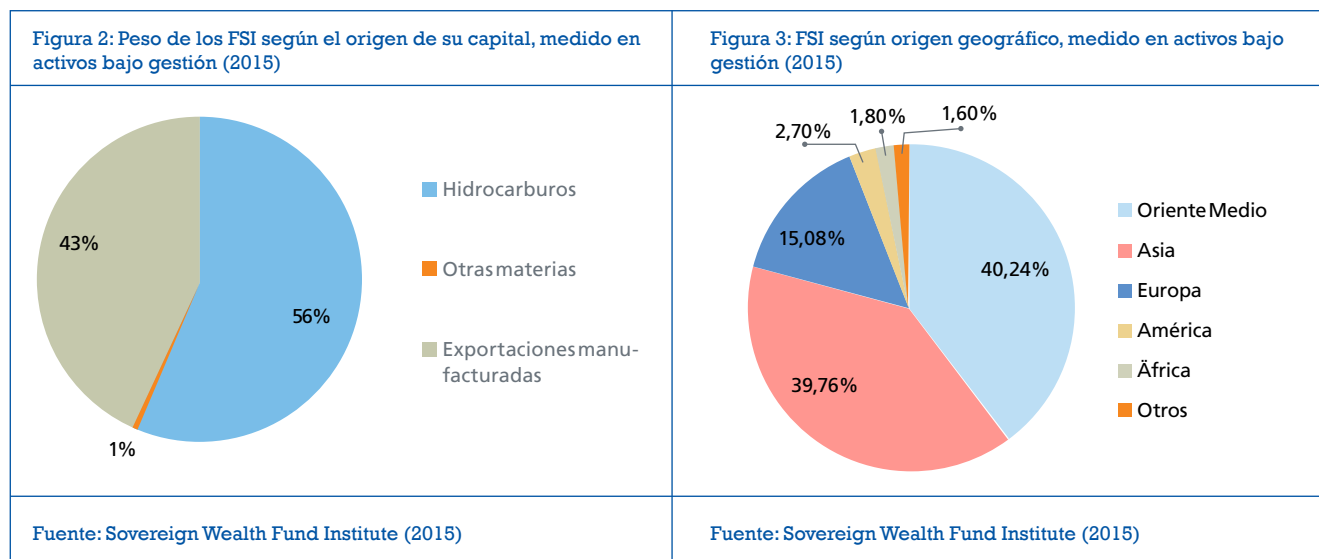
Tabla 1: Ranking de los 15 mayores FSI según sus activos gestionados (diciembre 2015)

País	Nombre FSI	Activos gestionados (miles de millones de \$)	Fundación	Origen ingresos	Índice de transparencia Linaburg-Maduell
Noruega	Government Pension Fund Global (GPFG)	825	1990	Hidrocarburos	10
Emiratos Árabes- Abu Dabi	Abu Dabi Investment Authority (ADIA)	773	1976	Hidrocarburos	6
China	China Investment Corporation (CIC)	747	2007	Exportaciones manufacturadas	8
Arabia Saudí	Saudi Arabia Monetary Agency (SAMA) Foreign Holdings	669	-	Hidrocarburos	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	592	1953	Hidrocarburos	6
China	SAFE Investment Company	547	1997	Exportaciones manufacturadas	4
China- Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	418	1993	Exportaciones manufacturadas	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	344	1981	Exportaciones manufacturadas	6
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	256	2005	Hidrocarburos	5
China	National Security Fund	236	2000	Exportaciones manufacturadas	5
Singapur	Temasek Holdings	194	1974	Exportaciones manufacturadas	10
Emiratos Árabes- Dubai	Investment Corporation of Dubai	183	2006	Exportaciones manufacturadas	5
Emiratos Árabes- Abu Dabi	Abu Dabi Investment Council	110	2007	Hidrocarburos	-
Australia	Australian Future Fund	95	2006	Exportaciones manufacturadas	10
Corea del Sur	Korea Investment Corporation	85	2005	Exportaciones manufacturadas	9
Otros		1.119			
TOTAL		7.193			

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2015)

de este tipo de fondos en países primario-exportadores durante los 70.

Durante los 90, caracterizados por las bajas cotizaciones del crudo, nacieron ocho FSI, tan solo dos de ellos basados en hidrocarburos⁴. Sin embargo, la crisis sufrida por los países del Sureste asiático en 1997 y la subida del precio del petróleo y otras materias primas a principios de la década pasada, aceleró la creación de los fondos soberanos a partir de 2001, tendencia que siguió durante casi una década y media: desde el 2000 hasta el 2014 se crearon un total de 52 fondos. Según Balding (2012) «la estampida de FSI muestra similitudes con una burbuja de FSI. Estados con pocos

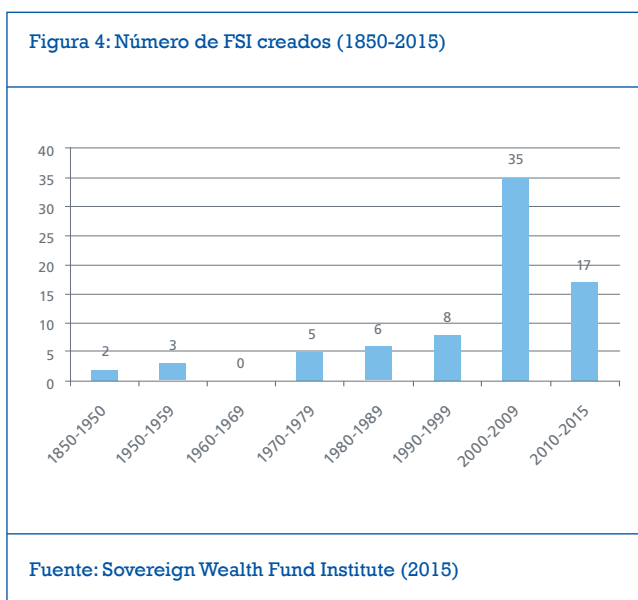


recursos están creando FSI para registrar su nombre en el grupo que gestiona miles de millones de dólares, sin que exista una lógica de inversión»⁵. Muchos de estos fondos nuevos surgidos a partir del 2005 no fueron concebidos como fondos de estabilización, sino que se anunciaron inmediatamente después del descubrimiento de reservas de recursos naturales, antes que éstos rindiesen ingresos y todavía cuentan con un tamaño limitado (Megginson y Fotak, 2014).

Muchos de los FSI, que actúan como vehículos de inversión a nivel global, nacieron como fondos de estabilización destinados a compensar la alta fluctuación de los precios de las materias primas y los ingresos provenientes de su explotación en países dependientes de estos recursos naturales. En dichas economías la dependencia de los bienes primarios para los ingresos fiscales genera volatilidad en los ingresos públicos y una política fiscal procíclica. En caso de que el gasto fiscal (o rebaja de impuestos) aumente proporcionalmente más que los ingresos fiscales en tiempos de auge de materias primas, la demanda agregada se incrementa hasta sobrecalentar la economía, acelerando la inflación y apreciando el tipo de cambio, que deteriorará la competitividad –los síntomas típicos de la llamada enfermedad holandesa⁶. En cambio, si el precio de las exportaciones sufre una caída pronunciada, se paralizarán las políticas sociales e inversiones públicas, agravando la recesión sufrida⁷. Los fondos de estabilización tienen por objeto reducir el impacto de la volatilidad del precio de los recursos exportados sobre las cuentas públicas y suavizar los ciclos económicos. De esta forma, cuando el precio de mercado de la materia prima supera al precio estimado a largo plazo, se ahorran los ingresos extraordinarios, y en la situación contraria, se destinan los montos acumulados al gasto público para mitigar la crisis. Se han de complementar con reglas fiscales inviolables y poner coto al endeudamiento público de los gobiernos –muy proclives a incrementar el gasto gubernamental durante las

bonanzas temporales–, y a la multiplicación de la deuda externa⁸. Estos fondos de estabilización actúan como un seguro nacional contra la fluctuación del precio de recursos naturales, hecho destacable sobre todo en países menos desarrollados que tienen dificultades a la hora de acceder a los mercados de capitales que ofrecen instrumentos de cobertura como futuros y opciones.

Para contribuir a la estabilización, estos fondos deberían estar invertidos en activos de alta liquidez para disponer de ellos inmediatamente después de la caída del precio de las materias primas, independientemente del rendimiento financiero, por lo que los gestores –muchas veces el propio banco central– optaron por reservas de divisas, oro y bonos de gobiernos extranjeros estables, sobre todo estadounidenses. Sin embargo, a medida que las reservas de divisas provenientes de los superávits por cuenta corriente crecieron, los gobiernos se dieron cuenta de que estaban acumulando más dinero de lo necesario para estabilizar las cuentas gubernamentales y estaban invirtiéndolo en activos



de rentabilidad muy baja, socavada en algunas ocasiones por las altas tasas de inflación de los países emergentes. Además, una depreciación de las monedas en las que se denominan los activos foráneos en los que invierten los fondos es capaz de generarles pérdidas considerables.

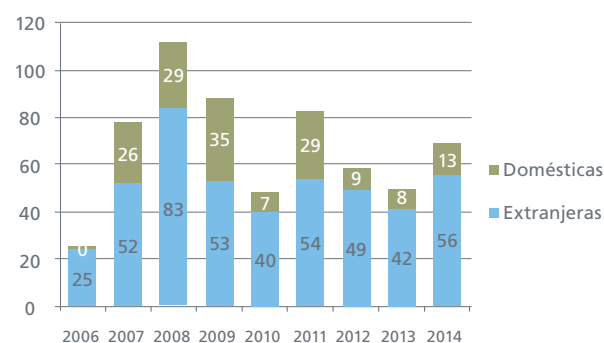
A parte de la exportación de materias primas, la otra fuente más importante de reservas de divisas consiste en la exportación de bienes manufacturados. Es el caso de China y otros países del Sudeste asiático, que eligieron un modelo de desarrollo enfocado al sector exterior en detrimento del consumo, y les generó superávits por cuenta corriente por encima del 20% de sus PIB en algunos años y tasas de ahorro muy superiores a las tasas de inversión. Además, la crisis asiática de 1997 estimuló la acumulación masiva de reservas internacionales –sobre todo denominadas en dólares estadounidenses– en los bancos centrales por precaución, para evitar volver a sufrir una fuga de capitales como la de los años 1997-1998 (Bernanke, 2005). La recuperación de estas economías en la primera década del 2000 y la incorporación de China en la OMC en el 2005 proporcionaron el auge del comercio mundial y el alza del precio de las materias primas, favoreciendo al mismo tiempo los países primario-exportadores.

El crecimiento espectacular de las reservas internacionales de divisas entre el 2000 y el 2014 (Banco Mundial, 2015), sobre todo en los países asiáticos, permitió a los gobiernos disponer de dinero muy por encima de los montos requeridos para realizar las tareas de un fondo estabilizador, y optaron por estrategias de inversión alternativas más arriesgadas que los bonos gubernamentales y activos líquidos con una rentabilidad potencial muy baja, diversificando sus carteras.

Cabe mencionar que esta diversificación se llevó a cabo a nivel global pero también doméstico. A excepción de ejemplos como GPF –que solo invierte en activos extranjeros– la mayoría de FSI invirtieron también dentro de sus países de origen. Según la figura 5, una parte considerable de las inversiones de los FSI se realizaron en la economía nacional y esta cifra tendió a crecer durante la crisis financiera del 2007-2008, y en la actualidad se prevé que suban ante las dudas sobre el crecimiento en muchos de los países petroleros y sus abultados déficits fiscales. Dichas inversiones en la economía local no obedecen solamente a la lógica de maximización del retorno financiero, sino que también poseen un componente social y desarrollista. En efecto, numerosos FSI tienen el mandato expreso de impulsar la economía nacional (Abu Dabi, Angola, Australia, Malasia, Rusia, Nigeria...), contribuyendo al capital social (Gilligan, O'Brien y Bowman, 2014; Triki y Faye, 2013) y a la diversificación de la economía de países primario-exportadores carentes de infraestructuras (Collier, van der Ploeg y Venables, 2009; Santiso, 2009).

Otra función adicional de los FSI es crear una reserva

Figura 5: Inversiones de FSI en la economía doméstica y en el extranjero, en miles de millones de dólares (2006-2014)



Fuente: Sovereign Investment Lab, Universidad Bocconi (2015)

de riqueza a largo plazo, pensando en las generaciones futuras, especialmente en el caso de países extractores de materias primas no renovables. La construcción de un fondo de ahorro permite el reparto de la riqueza neta asociada al recurso natural no renovable entre generaciones, para que los habitantes futuros también puedan beneficiarse de los ingresos generados por dicha materia prima. Sirven para afrontar el previsible incremento del gasto en pensiones, acompañado de menores ingresos provenientes de la explotación del recurso por el agotamiento paulatino de las reservas en países envejecidos. El Kuwait Investment Authority, el primer FSI nacional, fue creado deliberadamente para proveer dinero el día en que las reservas de petróleo del país se agoten. Otros ejemplos son el Future Fund de Australia, el Superannuation Fund de Nueva Zelanda o el GPF⁹, pero ninguno tiene obligaciones de pago de pensiones en la actualidad e invierten en los mercados globales asumiendo cierto riesgo¹⁰.

Capítulo 3: Controversias respecto a los FSI

Hasta mediados de la primera década del siglo XXI los FSI eran inversores de perfil bajo y sus operaciones no atrajeron la atención de la prensa (Das, 2009; Yi-chong, 2012). Sin embargo, el momento en el que *Financial Times* empezó a denominarles FSI, insistiendo en el término «soberano», comenzaron las controversias. Las alarmas saltaron en el 2005 cuando la empresa petrolera china CNOOC intentó comprar Unacol, una firma petrolera estadounidense. El gobierno de EE. UU. bloqueó el acuerdo alegando la defensa de la seguridad y los intereses estratégicos nacionales. En el 2006 DP World, un operador de puertos en manos del gobierno de Dubai, trató de adquirir la británica P&O, que controlaba varios puertos estadounidenses a través de una *joint-venture*. El Congreso no tardó en bloquear la operación porque afectaba un sector clave de la economía, como el del transporte marítimo. Los gobiernos de Alemania y Francia

también anunciaron controles para defender sus empresas de inversores gubernamentales extranjeros¹¹.

Los países receptores de FSI miran con recelo las inversiones por varias razones: i) primero por su tamaño, sobre todo de los primeros diez FSI del ranking de la tabla 1; ii) por estar en manos de gobiernos procedentes de países con regímenes poco democráticos y con economías reguladas; y iii) por la escasez de información respecto a sus operaciones, su estrategia política inversora, su contabilidad y sus objetivos. Estas características contribuyen a la idea de que los FSI pueden desestabilizar los mercados financieros y que sus operaciones están motivadas por criterios ajenos a la maximización del rendimiento económico. Estas preocupaciones alimentan la imposición de regulaciones al movimiento de los capitales y discriminaciones entre FSI según su país de origen, y entre FSI y otros inversores institucionales. Los argumentos más comunes contra la entrada de capital procedente de FSI son los siguientes:

- Debido a su tamaño y el gran volumen de las operaciones realizadas, los FSI pueden desestabilizar los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, si un FSI adquiere acciones de una empresa por un monto sustancial, puede generar comportamientos gregarios entre los otros inversores, ocasionando grandes fluctuaciones en los movimientos de capital y precios, sobre todo a corto plazo.
- La mayoría de estos fondos son propiedad de gobiernos opacos de Oriente Medio, Rusia y China, y su comportamiento inversor puede estar guiado por motivaciones políticas, amenazando la seguridad nacional. Pueden actuar como «caballos de Troya de economías no democráticas»¹². Se trata de uno de los argumentos más extendidos, ya que los gobiernos involucrados «históricamente han mezclado política con negocios»¹³ y por el hecho de que la emergencia de instrumentos de inversión estatales choca con el discurso de privatizaciones y la alabanza de la gestión privada en detrimento de la empresa pública, que predominó en el último cuarto del siglo XX (Summers, 2007; Megginson y Fotak, 2014).

En primer lugar, se argumenta que los gobiernos pueden realizar espionaje industrial mediante las inversiones de sus FSI, y de este modo adueñarse de la tecnología y la propiedad industrial o intelectual del país donde invierten (Johnson et al., 2000). Ello resulta aún más desconcertante cuando se trata de sectores implicados en la «seguridad nacional», como la industria militar (Markheim, 2008), el transporte, la energía o los llamados campeones nacionales. Este hecho genera discriminación entre FSI en los países receptores según el país de origen del fondo inversor: el

dinero procedente de GPFG o de Australian Future Fund son bienvenidos debido a su proximidad cultural, en detrimento de los FSI de Oriente Medio, China o Rusia (Balding, 2012). También resulta paradójico que los países occidentales no muestran oposición cuando los FSI canalizan fondos hacia la deuda pública, sea cual sea su origen, pero sí en caso de que vayan dirigidos hacia empresas sobre las cuales podrían ejercer cierto control como propietarios.

El hecho de que la mayoría de los FSI pertenecen a países con regímenes ajenos a las democracias occidentales también suscita preocupación porque podrían presionar a los gobiernos de los países receptores para que den favores a sus empresas o intereses geopolíticos, amenazando los derechos humanos. Además, Barbary y Bortolotti (2012) señalan que muchos de estos gobiernos son inestables y propicios a sufrir rebeliones, golpes de estado o sanciones económicas internacionales, como han demostrado episodios de la Primavera Árabe. Ello reduce la estabilidad de sus inversiones, ya que los gobiernos autoritarios podrían retirar fondos de sus FSI en caso de sufrir una rebelión para reforzar su autoridad, convirtiéndolas en «inversiones con horizontes temporales más cortos y necesidades de liquidez impredecibles»¹⁴. Por otro lado, China es acusada de no respetar los derechos laborales y de manipular la política monetaria, y cambiaría para socavar el consumo privado de su población y ganar competitividad (Goldstein y Lardy, 2008). Los fondos rusos son mal vistos en la Unión Europea, puesto que muchos de sus miembros ya poseen una dependencia sustancial del gas natural ruso para sus necesidades energéticas, y por el reciente conflicto con Ucrania.

Ahora bien, ¿tienen fundamento los argumentos contra la entrada de los FSI? Gran parte de la literatura sobre FSI no niega su esencia pero destacan la falta de evidencias empíricas respecto a la desestabilización de los mercados, el espionaje industrial o el ejercicio de presión con fines políticos sobre los gobiernos o empresas receptoras (Kern, 2007; Balding, 2008; Das, 2008; Dresner, 2008; Reisen, 2008; Avendaño y Santiso, 2011).

Una amplia parte de la literatura sobre FSI destaca también los efectos positivos de estos medios de inversión sobre los mercados financieros globales y, aun admitiendo los fundamentos de las preocupaciones mencionadas previamente, señalan que no se han recogido evidencias claras sobre su influencia política. En primer lugar, los FSI están respaldados por sus gobiernos, no emiten deuda, no venden acciones al público y carecen de obligaciones de pago a inversionistas o pensionistas en la actualidad, cuentan con un horizonte temporal más largo para sus inversiones que los bancos, fondos de pensiones o *hedge funds*, y pueden enfrentarse a unos niveles de riesgo más altos a corto y medio plazo. Además, pueden ofrecer fondos a cambio de tasas

de retorno financiero inferiores a las exigidas por cualquier otro inversor institucional: como los fondos financiados con deuda sufren riesgo de impagos y quiebra, su coste de capital incluye un plus por riesgo de quiebra y necesitan generar una tasa de rentabilidad superior en los mercados donde invierten para cubrirlo (Jory, Perry y Hemphill, 2010).

El hecho de que los FSI posean un enfoque de inversión a largo plazo y estén dispuestos a aceptar tasas de rentabilidad inferiores comparados con fondos que se financian mediante deuda, les convierte en entes susceptibles de proveer financiación en tiempos de turbulencias económicas, contribuyendo a la mitigación de la volatilidad financiera, tal como se observó durante la crisis financiera del 2007-2008. Muchos FSI de Oriente Medio y Asia inyectaron capital en empresas estadounidenses como Citigroup, Morgan Stanley o Merrill Lynch en medio de la crisis de liquidez y crédito. Por otra parte, los países que crean los FSI a base de superávits por cuenta corriente ofrecen financiación estable para países con abultados déficits externos como EE. UU., Australia y el Sur de Europa, reduciendo los riesgos de fuga de capitales y esterilizando los efectos de una entrada masiva de divisas en sus economías domésticas. Por consiguiente, los ahorros de países exportadores de crudo y del Sureste asiático contribuyeron a la caída de los tipos de interés a largo plazo a nivel global (Gieve, 2008).

Fernandes (2009 y 2014) recogió una amplísima muestra de datos sobre las inversiones realizadas por FSI en más de 8.000 empresas y 58 países, mostrando que las empresas cuyos activos están en manos de los FSI incrementan su valor corporativo en los mercados junto con su beneficio operativo, y que no se hallan evidencias de espionaje industrial. Kotter y LeI (2011) destacan que los FSI son inversores pasivos que no desean influenciar en la política de las empresas en las que invierten. Admiten que cuando un FSI anuncia la compra de acciones en una empresa, el precio de sus títulos a corto plazo sube pero el efecto sobre los resultados empresariales no se perpetúa a largo plazo. Balding (2008) analiza la estructura de las carteras de los FSI y concluye que los FSI actúan según la racionalidad económica de otros agentes en la elección de sus activos, y que sus inversiones carecen de impactos sustanciales sobre los mercados financieros internacionales. Según el estudio de Bertoni y Lugo (2014), la permuta de incumplimiento crediticio (*credit default swap-CDS*) de las empresas financiadas por FSI decrece, particularmente si la inversión es realizada por un país no democrático estable que no tenga relaciones políticas estrechas con el país receptor, por lo que protege las empresas contra las quiebras. Sun y Hesse (2009) analizan inversiones y desinversiones realizadas por FSI entre 1990 y 2006 para evaluar el impacto financiero a corto plazo sobre los mercados de capitales y no encuentran

efectos desestabilizadores. Gomes (2008) afirma lo mismo y señala que cualquier acción por parte de los FSI que desestabilizara los mercados globales perjudicaría su reputación, por lo que no es de esperar que deseen realizarla. Yi-chong (2012) dice que los FSI asiáticos son básicamente instrumentos de inversión con fines defensivos y de precaución contra la volatilidad de las entradas y salidas de capitales, como sucedió durante la crisis asiática. Castelli y Scacciavillani (2012) expresan que «los FSI tienen interés en la solidez de los mercados financieros globales porque están completamente expuestos a sus turbulencias y como acreedores estarán llamados a cargar nuevamente con las pérdidas en caso de otro debacle en los mercados» y por ello mismo «necesitan ejercer un rol en el diseño del nuevo marco regulador de las finanzas»¹⁵.

Balding (2012) argumenta que el miedo al espionaje industrial carece de lógica, ya que los estados que quieran extraer información sobre secretos tecnológicos cuentan con métodos mucho más eficientes y baratos, vía la piratería informática y los agentes secretos. Además, el término «seguridad nacional» carece de una definición concreta en la legislación y puede extenderse a prácticamente cualquier sector de la economía nacional con el fin de justificar la introducción de medidas proteccionistas (Clodfelter y Guerrero, 2012), como cuando Francia consideró estratégicos los juegos del azar.

Capítulo 4: Cambio de tendencia en la opinión pública sobre los FSI

A partir de finales del 2007 e inicios del 2008 la actitud hacia la entrada de los FSI comenzó a cambiar en los países receptores por dos acontecimientos: la crisis financiera y los avances en cuanto a la transparencia de esos fondos. Como ya mencionamos, la crisis de los activos *sub-prime* y la recesión económica sufrida posteriormente en EE. UU. y Europa afectó seriamente la credibilidad y la liquidez de los mercados financieros globales. Los gobiernos de países occidentales comenzaron a contemplar los FSI como «caballeros blancos» e inversores de último recurso en los mercados de capitales y en el sector inmobiliario (Fei, Xu y Ding, 2013), dada la resiliencia de estos inversores pese a sufrir pérdidas sustanciales a corto plazo por la caída de los valores bursátiles. Tal como dijo J. M. Durão Barroso en su discurso del 27 de febrero de 2008, «los FSI no son un gran lobo malvado en la puerta» (la traducción es de la autora).

Adicionalmente, surgió una iniciativa colectiva en junio de 2007 en la reunión del G-8, donde se expuso que todas las barreras a la inversión de los FSI debían ser reducidas, salvo que ésta amenazara la seguridad nacional. Decidieron trabajar junto a la OCDE y el FMI para establecer una guía de buenas prácticas para los FSI que ayudase a reducir la

desconfianza en estos inversores. Entre el 30 de abril y el 1 de mayo de 2008 se estableció un grupo denominado Grupo Internacional de Trabajo sobre FSI (GITFSI - SWF International Working Group o SWFIWG en inglés) que reunió a gestores de FSI y países receptores en el seno de la FMI, con el objetivo de fijar patrones generales sobre transparencia y divulgación de información sobre su gestión y actividades. Las negociaciones no fueron fáciles, pues muchos de los gobiernos propietarios de FSI se sintieron presionados y acusados de encubrimiento de datos sin fundamento, ya que nunca habían supuesto una amenaza para los mercados. Eran reacios a revelar información confidencial sobre su estrategia inversora porque temían que otros inversores institucionales copiasen sus carteras. Al final el Tesoro de EE. UU. convenció a Abu Dabi y Singapur para que hiciesen una divulgación amplia de sus actividades de inversión e introdujesen controles internos. A cambio, EE. UU. se comprometía a eliminar las barreras proteccionistas y asegurar un marco predecible para las inversiones. La idea era dar ejemplo al resto de los FSI y a los gobiernos occidentales más escépticos.

De forma paralela, la OCDE fue encargada de elaborar un código de buenas prácticas para los países receptores de inversiones, pero los progresos no fueron muy satisfactorios: después de seis meses de negociaciones se emitió un informe en abril de 2008 que más bien reforzó el *statu-quo*, con la única excepción de instar a los gobiernos a usar el proteccionismo destinado a proteger la seguridad nacional lo menos posible. Fue la crisis financiera la que llevó a los estados occidentales a cambiar de postura sobre estos vehículos de inversión.

El GITFSI se reunió tres veces y los frutos de sus negociaciones se resumen en los llamados 24 Principios y Prácticas Generalmente Aceptadas (PPGA – Generally Accepted Principles and Practices o GAPP en inglés) publicados en octubre de 2008 en Santiago de Chile, más conocidos como Principios de Santiago. Básicamente, pretendían marcar la distinción funcional entre el estado y el FSI mediante su separación legal, equiparar los FSI con los inversores privados que únicamente buscan maximizar su beneficio financiero ajustado al riesgo, y clarificar la definición de los FSI, sus objetivos de inversión y su gestión del riesgo.

Según el principio 19: «Las decisiones de inversión del fondo soberano deben estar destinadas a maximizar rentabilidades financieras ajustadas al riesgo de una manera coherente con la política de inversión, y en función de los fundamentos económicos y financieros». Según el principio 20: «El FSI no debe tratar de sacar provecho de la información privilegiada o las influencias indebidas del estado al competir con entidades del sector privado»¹⁶. Sin embargo, los

Principios son meramente voluntarios, por lo que no existen por el momento reglas vinculantes para los FSI.

En abril de 2009, 16 de los 26 miembros del GITFSI se reunieron en Kuwait para discutir la aplicación de los Principios de Santiago; para incentivar la cooperación con países receptores de inversiones, con organizaciones internacionales; para contribuir a un entorno de inversión favorable y para firmar la Declaración de Kuwait, estableciendo el Foro Internacional sobre FSI como plataforma de intercambio de ideas entre los FSI y otras partes relevantes¹⁷.

Por otra parte, se han construido unos índices para evaluar la transparencia de cada FSI y establecer una clasificación. Uno de ellos es el índice de transparencia Linaburg-Mandell, desarrollado por Carl Linaburg y Michael Mandell, empleado por el Sovereign Wealth Fund Institute (ver tabla 1, última columna). Se basa en diez principios que reflejan la transparencia del FSI de cara al público y la nota varía entre 0 y 10: un fondo es considerado transparente si alcanza una calificación mínima de 8¹⁸. El segundo índice es el Marcador de FSI o *SWF Scoreboard* creado por Edwin Truman a base de 33 criterios agrupados en cuatro categorías: i) la estructura del fondo; ii) el gobierno del fondo; iii) la contabilidad y transparencia; y iv) el funcionamiento (Truman, 2008), siendo la puntuación máxima de 100¹⁹. Truman publicó su ranking en el 2008, 2010 y 2013 (Truman, 2008; Truman, 2010; Bagnall y Truman, 2013). Del 2010 al 2013 se incrementó el número de FSI con una nota igual o superior a 80 pero al mismo tiempo subió el número de FSI con calificación igual o menor de 30 debido al surgimiento de nuevos FSI, sobre todo africanos muy opacos.

Tanto en la clasificación de Truman como en la de Linaburg-Mandell, el GPF noruego ocupa la primera posición y también reciben notas altas el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile, el Superannuation Fund de Nueva Zelanda, el Alaska Permanent Fund o Future Fund de Australia, y se observa una alta correlación positiva entre ambos índices. Sin embargo, los fondos de los Emiratos Árabes, Kuwait, Bahrein y Brasil alcanzan notas mucho más altas según el índice Linaburg-Mandell, que Truman critica, argumentando que dicho índice se basa en criterios demasiado superficiales (Bagnall y Truman, 2013)²⁰.

El GITFSI publicó dos informes sobre el grado de implementación de los Principios de Santiago entre los miembros y señaló que mientras en el 2011 solo 10 miembros habían implementado todos los principios, en el 2013 ya fueron 13 miembros, y el 86% de los 24 principios fueron adoptados entre los miembros. No obstante, el GITFSI solo cuenta con 23 miembros en la actualidad, por lo que muchos fondos, sobre todo los más pequeños, quedan al margen. Behrendt (2014) construyó el Santiago Compliance Index

(SCI) y concluye que la adhesión a los Principios de Santiago es desigual, pues nueve FSI de Oriente Medio, Rusia y el Sudeste Asiático solo cumplen una parte mínima de las 24 normas.

Capítulo 5: Tendencias recientes en las estrategias de inversión de los FSI

Tras la crisis financiera y de la deuda soberana, se observaron cambios en el comportamiento inversor de los FSI, concretamente en la distribución de sus activos entre países desarrollados-emergentes y entre sectores, que resultó en una mayor diversificación geográfica y por tipo de activos, orientada a reducir el riesgo global de la cartera de inversiones²¹. La crisis financiera impactó negativamente en los FSI que habían inyectado liquidez en los entes cuyos activos se desvalorizaron y habían comprado bonos de gobiernos que fueron revisados a la baja por las agencias de calificación. Las pérdidas ocasionadas para los FSI les convirtieron en unos agentes más cautelosos.

En primer lugar, entre el 2008 y el 2011 se registró un transvase de capitales desde los países occidentales de Europa y América del Norte hacia mercados emergentes (figura 6), debido a la recesión o estancamiento sufrido por las economías desarrolladas y el mayor potencial de crecimiento en América Latina y Asia, y beneficiados por el auge de las materias primas, auge alentado por la rápida industrialización china y el incremento del comercio mundial.

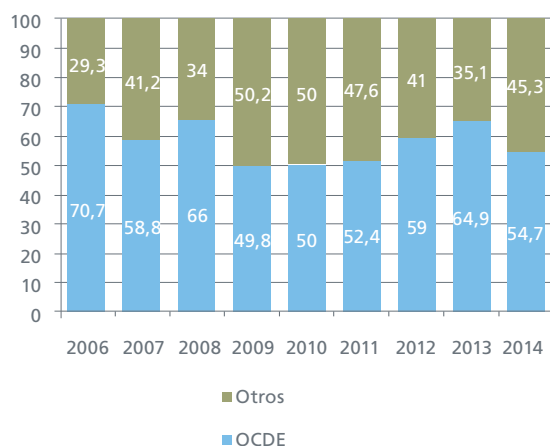
Adicionalmente, los FSI empezaron a apostar por alternativas a los bonos gubernamentales y títulos líquidos seguros, como la propiedad inmobiliaria, el sector energético o la industria química (figura 7). Este giro hacia el sector real se justifica por el hecho de que se trata de activos menos

correlacionados con los ciclos económicos y del precio de las materias primas (Fei, Xu y Ding, 2013). Un ejemplo ilustrativo es el de las inversiones chinas en empresas energéticas canadienses, rusas, africanas y estadounidenses, cuyos propósitos son; incrementar los rendimientos financieros, mejorar la seguridad energética del país muy dependiente de los combustibles fósiles, y cubrirse contra el riesgo de los altos precios del crudo registrados entre el 2011 y mediados del 2014 (Sun et al., 2014). A pesar de la correlación positiva con los hidrocarburos, los países extractores de petróleo también se interesaban por esta industria en el extranjero para afianzar la cadena de valor y fomentar la integración en la fase *downstream*²², obteniendo control de todo el proceso productivo y de la distribución.

El apetito de los FSI por la propiedad inmobiliaria se ha incrementado considerablemente en los últimos años, especialmente en el 2014 (figura 7). Los FSI pudieron adquirir edificios con precios muy rebajados tras la crisis financiera ligada a este sector en EE. UU. y varios países europeos. La mayor parte de las operaciones se concentraron en activos inmobiliarios seguros, localizados en el mundo occidental, más concretamente en oficinas en el corazón de Londres, Nueva York o Tokio, además de hoteles y centros comerciales (Reit, 2015; Sovereign Wealth Fund Center, 2015; Preqin, 2015).

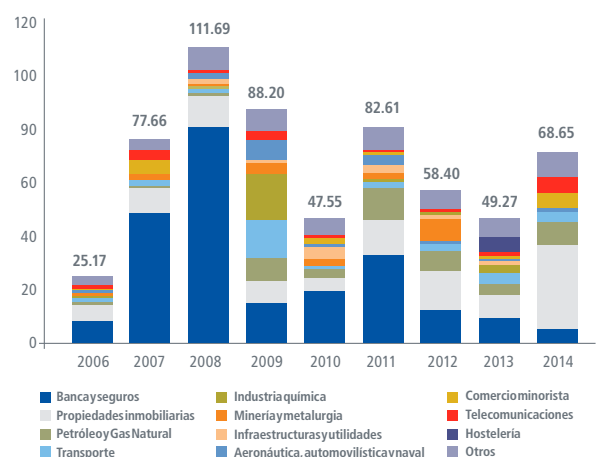
Otro sector que ha acaparado la atención de los FSI es el de la construcción de infraestructuras, especialmente en países en proceso de industrialización y urbanización. Según Castelli (2014), los FSI son la fuente de financiación que ha compensado la retirada de la banca internacional de estos proyectos más arriesgados y con un enfoque a largo plazo tras las reformas bancarias que exigen dotar más reservas

Figura 6: Porcentaje de inversiones de FSI destinadas a países OCDE y otros países (2006-2014)



Fuente: Sovereign Investment Lab, Universidad Bocconi (2015)

Figura 7: Inversiones de FSI por sectores, en miles de millones de dólares (2006-2014)



Fuente: Sovereign Investment Lab, Universidad Bocconi (2015)

y provisiones, como Basilea III. Además, también son más adecuados a la hora de prestar fondos para el desarrollo de infraestructuras que otros inversores institucionales, como los fondos de pensiones y aseguradoras, pues éstos precisan liquidez con frecuencia, y por tanto tienden a invertir en bonos y acciones que se puedan vender fácilmente en los mercados. Por otra parte, al ser de propiedad estatal, poseen mandatos más allá de la búsqueda del beneficio financiero, como son el fomento de la inversión y la promoción del crecimiento económico en los países de origen. Los FSI son cada vez más propensos a invertir en vías de comunicación, electricidad y cooperación con otros FSI o bancos de desarrollo. La cooperación entre FSI mediante coinversiones está justificada por la formación de economías de escala, la diversificación del riesgo, el transvase de conocimientos y la mejora de la confianza en inversiones realizadas por FSI en el país destino. Por ejemplo, si el FSI se asocia con actores no gubernamentales locales, emite un mensaje de carencia de motivos políticos y puede obtener consejos y formación del socio para el desarrollo del proyecto (Kalb, 2011).

Otra novedad es el inicio del activismo de los FSI en la estrategia empresarial de las firmas donde invierten (Das, 2009; Drezner, 2008). Antes de la crisis, los FSI optaron por ser inversores pasivos sin intención de ejercer los derechos de voto que les otorgaban sus acciones, sobre todo para evitar ser acusados de interferir con fines políticos en las empresas estratégicas de otros países. Algunos autores opinan que los FSI deben ser despojados de sus derechos de propiedad si invierten en cualquier firma estadounidense y cuando se vendan sus acciones o bonos, el nuevo propietario debe recuperar los derechos de voto asociados (Gilson y Milhaupt, 2008). Ghahramani (2013) sugiere que los FSI tienden al ejercicio del activismo inversor debido a su gran tamaño y su horizonte de inversión a largo plazo, sobre todo cuando estos invierten una proporción alta de sus fondos en activos de renta variables y los administran gestores internos.

Según Rose (2014) el activismo ejercido por los FSI y los fondos de pensiones difiere del activismo realizado por otros inversores financieros como los *hedge funds*: mientras que estos últimos tienen una actitud de «activismo ofensivo» pues tratan de exprimir valor de la empresa a corto plazo, exigiendo ventas de filiales, de repartir dividendos en detrimento de la acumulación de reservas; los FSI ejercen un «activismo defensivo» cuyo fin es salvaguardar el valor de la empresa a largo plazo, evitando las pérdidas procedentes de la mala gestión, y apostando por la creación de valor. Sin embargo, admite que la mayoría de los FSI siguen siendo pasivos debido a motivos políticos.

Actualmente solo dos FSI cuentan con mandatos para ejercer sus derechos como inversores: Temasek *Holdings* de Singapur y GPF. En los estatutos de Temasek se declara que «Temasek es un accionista activo y pretende alcanzar una

rentabilidad sostenible mediante su presencia en las juntas y la gestión de las empresas que componen su cartera» (la traducción es de la autora). El GPF fue pionero en la inclusión de los principios éticos en su política de inversión en el 2004 y participó en la redacción de los Principios de Santiago. Según sus directrices éticas «GPF es un instrumento para garantizar que una parte razonable de la riqueza petrolera neta del país beneficie a las generaciones futuras» y «la riqueza financiera debe gestionarse con la visión de generar una rentabilidad sólida a largo plazo, compatible con el desarrollo sostenible en un sentido económico, medioambiental y social. El fondo no debe realizar inversiones que supongan el riesgo inaceptable de estar contribuyendo a actos poco éticos u omisiones»²³. Se estableció un comité ético en el 2004 que observa las actividades de las empresas y propone excluir de la cartera de inversión aquellas que infringen los derechos humanos y laborales o generan graves daños medioambientales. Desde el 2004 se han excluido empresas de una larga lista, entre las cuales se encuentran productores de componentes de armamento bélico (Airbus, Boeing), empresas que usan mano de obra infantil o contratan proveedores que la usan (Wal-Mart) y empresas generadoras de graves daños ambientales (Rio Tinto y las recientemente excluidas minas de carbón). Otros FSI que comenzaron a ejercer su rol como inversor activo fueron: Qatar Investment Authority en la fusión de Glencore y Xstrata, bloqueando la operación hasta que se alcanzó un precio mayor; y el kuwaití Amar Dhari Investments, que exigió cambios en la junta directiva del grupo Plus Markets.

Capítulo 6: Retos para los FSI en un contexto de bajos precios de los hidrocarburos y de las turbulencias financieras

Desde junio de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2015 los precios del petróleo cayeron de 110 dólares/barril hasta 37 dólares/barril (datos de Bloomberg referentes a Brent Generic 1st CO Future). A mediados del 2014 comenzaron a sentirse los síntomas de un escenario caracterizado por la sobreoferta de crudo debido al desarrollo del *fracking* en EE.UU., que permitió explotar hidrocarburos no convencionales, mientras que la demanda fue menor de la esperada en Europa y en los países BRIC (Brasil, Rusia, India y China). La caída fue exacerbada en noviembre de 2014, cuando contra todo pronóstico los países de la OPEP decidieron no recortar su producción. Entre febrero y julio los precios experimentaron un ligero repunte hasta los 62\$/barril gracias a que la caída de los precios incentivó la demanda de países importadores, pero las alarmas volvieron en julio ante la publicación de tasas más bajas de crecimiento de las esperadas en China, Alemania y Japón; el acuerdo con Irán y la crisis en la bolsa china, seguida de devaluaciones

del yuan. El petróleo experimentó otra serie de caídas que se hicieron más intensas tras la reunión de la OPEP del 4 de diciembre de 2015, en la que se decidió mantener intactos los niveles de extracción, pese a las presiones de productores menos eficientes –como Irán, Venezuela o Ecuador– mermados por los bajos precios. Otros factores adicionales fueron la fortaleza del dólar y la aprobación de EE. UU. a poner fin a la prohibición de exportar crudo nacional en diciembre del mismo año.

Pese a llevar año y medio de caídas constantes, los organismos internacionales vaticinan un período de precios bajos para el petróleo y gas natural hasta el 2020, por debajo de 65\$ según el Banco Mundial y el FMI y por debajo de 80\$ según la Agencia Internacional de la Energía (AIE) (tabla 2). Ya se vivió un episodio de reducción brusca de los precios del crudo entre el 2008 y el 2009, pero las cotizaciones no tardaron en recuperarse a partir del 2010, puesto que fueron básicamente factores de demanda los que originaron el desplome, ligados a la crisis financiera en los mercados importadores. En la actualidad conviven factores de oferta y demanda, aunque parecen predominar los de oferta (FMI, 2015e, pp. 36-38), y no hay indicios para suponer que se reduzca la sobreproducción en los países de la OPEP, ni en Rusia o Noruega, –únicamente se registró una ligera caída de la extracción en EE. UU. (datos de *Trading Economics*, 2015)–, ni que la demanda remonte ante la debilidad de las economías europeas y emergentes. Otros productos energéticos también experimentaron caídas en sus cotizaciones, como es el caso del gas natural, cuyo precio está ligado al del petróleo y es el principal bien de exportación para Rusia, Catar y Noruega. El mercado del gas natural no es global, sino que existen varios mercados regionales (asiático, europeo y norteamericano), pero en todos se han registrado caídas desde el 2013, siendo el norteamericano donde se han contabilizado los precios más bajos (FMI-Primary Commodity Prices System, 2015).

El desplome y la persistencia probable de precios bajos de los hidrocarburos pasarán factura a los países cuyos FSI se nutren de la exportación de dichos recursos naturales. Según muestra la tabla 3, las economías más dependientes de los ingresos petroleros son Arabia Saudí y Kuwait en términos del PIB pero, en todos los grandes exportadores de crudo árabes, los ingresos petroleros representan en torno al 80-90% de los ingresos fiscales ante la práctica inexistencia de otro tipo de recaudaciones tributarias. Consecuentemente, la caída de los precios de los hidrocarburos es responsable de la pérdida de ingresos fiscales, caída que no está compensada por la reducción de los gastos del sector público, muy generosos con el ciudadano²⁴, lo que provoca saldos fiscales deficitarios. Según la tabla 3, gran parte de los países del golfo Pérsico está computando saldos fiscales negativos y Arabia Saudí,

Tabla 2: Previsiones sobre el precio del petróleo para 2016-2020, en dólares por barril

	2016	2017	2018	2019	2020
FMI	50,4	54,6	57,9	61,5	65,3
Banco Mundial	51,4	55,4	59,8	62,2	63
The Economist Intelligence Unit	51,1	64,7	71,2	70,4	69,1
AIE	Menos de 80				

Fuente: IMF Commodity Prices Forecast (2015), World Bank Forecast Data (2015), Economist Intelligence Unit Global Forecasting Unit (2015) y AIE (2015)

Kuwait, Abu Dabi y Catar barajan cubrirlos mediante la retirada de capital de sus FSI. También es ilustrativo el precio de petróleo del umbral fiscal, el precio del crudo debajo del cual las cuentas públicas pasan a registrar déficits: en los precios de finales del 2015 todos los países exportadores de crudo que poseen FSI importantes registrarán déficits. El FMI (2015a) también calculó la duración de los colchones fiscales –básicamente sus FSI y reservas de divisas– de los que disponen las petromonarquías, asumiendo que no recurren al endeudamiento, solo, a la venta de activos (tabla 3). Se observa que los mejores posicionados ante el panorama presente son Noruega –siendo un país pequeño, dueño del FSI más grande y que cuenta con suficientes ingresos fiscales adicionales a la exportación de los hidrocarburos– y tres pequeños países del golfo Pérsico: Kuwait, Catar y Emiratos Árabes Unidos. En los cuatro los déficits fiscales estimados son relativamente bajos, incluso alguno puede cerrar con superávit, y poseen un colchón fiscal durante más de veinte años. Los países que más sufren por la caída de la cotización del crudo son Arabia Saudí y Rusia –el primer exportador mundial de petróleo y el primer exportador de gas, respectivamente–, son los que más han recurrido a retirar dinero de sus reservas internacionales y de los FSI para cubrir déficits fiscales.

Arabia Saudí es el gran defensor del mantenimiento de los niveles actuales de producción de petróleo con tal de conservar su cuota de mercado y expulsar otros competidores como EE. UU., Rusia o Irán. Sin embargo, esta estrategia está pasando factura a su saldo fiscal y la balanza por cuenta corriente, por lo que incurre en déficit fiscal por primera vez desde el 2008 –equivalente al 15% de su PIB, aunque el FMI lo cifra en más del 20%–. El país recurrió a la venta de activos extranjeros, por lo que sus reservas internacionales cayeron desde los 740.400 millones de dólares hasta 635.500 entre noviembre de 2014 y noviembre de 2015 y las autoridades saudíes retiraron unos 70.000 millones de dólares de su FSI de 670.000 millones de sus gestorías externas durante el 2015 para apoyar su economía (*Financial Times*, 2015a).

Tabla 3: Dependencia del petróleo, precio del petróleo del umbral fiscal, saldos fiscales estimados y colchón fiscal (varios años)

	Saldo fiscal estimado (%PIB) (2015)	Saldo fiscal estimado (%PIB) (2016)	Colchón fiscal (n° años) (2015)	Precio petróleo del umbral fiscal (\$/barril) (2015)	Ingresos petroleros (% ingresos fiscales) (2014)	Ingresos petroleros (%PIB) (2013)
Bahrein	-14.2	-13.9	3	107	90	17,1
Kuwait	1.2	0	23	49	78	57,5
Catar	4.5	-1.5	24	55,5	90	23,4
Arabia Saudí	-21	-19.4	6	105,6	90	43,6
Emiratos Árabes Unidos	-5.5	-4	28	72,6	85	21,6
Azerbaiyán	-9.2	-5.5	-	69,7	60	33,9
Kazajistán	-3.2	-0.3	-	88,1	48	23,8
Rusia	-4.8	-4.2	3	95	55	13,7
Noruega	3.8	3.9	-	47,7	23	8,3

Fuente: FMI (2015a), Banco Mundial (2015b) y Gamble et al. (2014)

Además, el país ha retrasado los pagos a los proveedores de sus proyectos de infraestructuras y ha emitido deuda de vencimiento superior a doce meses por primera vez desde el 2007 (Bloomberg, 2015a).

Kuwait, cuyas cuentas públicas quedarían equilibradas en el 2015 y 2016 después de acumular superávits equivalentes al 34% del PIB, también contempla vender activos que generen rentas menores al 9% anual de KIA por unos treinta mil millones de dólares para cubrir la disminución de ingresos fiscales y financiar la construcción de infraestructuras (Reuters, 2015). QIA se deshizo de inversiones ligadas al sector inmobiliario y de la construcción por 842 y 400 millones de dólares, respectivamente (Bloomberg, 2015b) y ADIA también barajó la opción de vender activos (Bloomberg, 2015c). Es difícil saber el monto total de las desinversiones, puesto que los FSI de Oriente Medio se encuentran entre los más opacos y no publican información detallada sobre su cartera de inversiones.

Las cuentas públicas de Rusia comenzaron a sufrir incluso antes del desplome de los precios del crudo, debido a las sanciones impuestas por los países occidentales con motivo del conflicto con Ucrania. Desde el 2013 ha ido retirando montos de sus dos fondos soberanos: el National Wealth Fund que financia el sistema nacional de pensiones y el Reserve Fund que forma parte de los presupuestos estatales y que cuenta con una función estabilizadora si los ingresos petroleros del Estado caen. Si las autoridades continúan con la retirada de dinero al ritmo actual –hasta finales del 2015 habrán retirado aproximadamente 40.850 millones de dólares, más de la mitad de lo acumulado– se estima que los fondos se agotarán a finales del 2016 (Bloomberg, 2015d).

Noruega, a pesar de ser uno de los países exportadores

de petróleo menos golpeados por la caída de los precios del petróleo en términos del saldo fiscal e indicadores de dependencia petrolera, también vaticina inyectar más fondos en la economía doméstica de lo previsto para ayudar a revitalizar el empleo en las regiones del Sur y Oeste, las más dependientes de la industria petrolera. Sin embargo, Yngve Slyngstad, CEO del GPF, asegura que no se recurrirá a las desinversiones, sino que se hará uso de los flujos de caja generados por las inversiones (intereses, dividendos y alquileres) para canalizar 25 millones de dólares a la economía nacional para cubrir el déficit fiscal no petrolero (Bloomberg, 2015e y 2015f). Los presupuestos generales presentados para el 2016 prevén que esta cifra sirva para cubrir un déficit fiscal que equivaldría al 2,8% del valor de mercado del GPF, por debajo de la regla fiscal, estipulada en el 4% del valor de mercado del GPF (Ministerio de Finanzas de Noruega, 2015).

Adicionalmente, se han cancelado o retrasado indefinidamente los proyectos de creación de nuevos fondos soberanos: países como el Líbano, Liberia, Sierra Leona, Sudáfrica o Tanzania habían anunciado su voluntad de establecer sus propios FSI pero han tenido que cancelarlos o retrasarlos debido a la caída del valor de las materias primas (Sovereign Investment Lab, 2015).

A la caída del precio de los hidrocarburos y materias primas se le une otro factor que afecta principalmente a países exportadores de manufacturas, en concreto a China. El gobierno chino está empeñado en liberalizar la cuenta financiera de su balanza de pagos, eliminar los controles de capital y lograr un yuan plenamente convertible. Su objetivo era conseguir que el FMI incluyese su moneda en la cesta de derechos especiales de giro, y así obtener una influencia mayor en las finanzas mundiales. En noviembre de 2015, el FMI dio el visto bueno a la inclusión del yuan en la canasta de monedas de su activo de reserva, como gesto de apoyo a las medidas liberalizadoras del régimen comunista. Sin embargo, se trata de un proceso lento, ya que el gobierno sigue ejerciendo control sobre la cuenta financiera, los individuos solo pueden retirar un máximo de 50 mil dólares al año y las empresas chinas necesitan el visto bueno del gobierno para realizar inversiones en el extranjero. Pese a su avance paulatino, si estas reformas culminan, China dispondría de menos divisas para canalizar hacia sus fondos soberanos, ya que los individuos y empresas tendrían un abanico más amplio de oportunidades de inversión fuera del país.

La retirada de capital del país asiático también está alentada por los incrementos de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, previstos durante el 2016 y el 2017, lo que puede impactar negativamente en las firmas chinas que poseen deudas denominadas en dólares. Adicionalmente, los malos datos sobre la actividad manufacturera, las

corporaciones estatales, la deuda de los gobiernos provinciales, el exceso de capacidad de la industria, unidos a la subida de salarios y a la revalorización del yuan (anclado al dólar), originaron una fuga de capitales que contribuyó a una reducción sustancial de las reservas de divisas del país desde 3,8 billones de dólares en enero de 2015 hasta 3,3 billones a finales del 2015 (*Trading Economics*, 2015).

Por tanto, a causa de los bajos precios del crudo y la liberalización de la cuenta financiera china, es de esperar que los flujos de divisas depositadas en los FSI se reduzcan en los próximos años. De hecho ya se ha observado cierto estancamiento en los activos bajo gestión entre junio de 2014 y marzo de 2015, y una caída entre junio y diciembre del 2015 (figura 1). Por tanto, los FSI necesitarán compensar la caída de dinero proveniente de las exportaciones de crudo o productos manufacturados con ganancias obtenidas en los mercados financieros o actividades reales.

La principal fuente de financiación de los FSI seguía siendo la transferencia directa de fondos por parte de los gobiernos pero a medida que los FSI acumulaban capital, crecía la importancia de las rentas generadas en forma de dividendos, intereses, alquileres y el efecto de los tipos de cambio gracias a un entorno internacional favorable, sobre todo para la renta variable ante los estímulos monetarios de los bancos centrales. Los FSI de Nueva Zelanda, Australia y Noruega incluso obtuvieron ganancias por encima de sus benchmarks (Behrendt, 2015). No obstante, adquirir ganancias en los mercados financieros globales volvió a convertirse en otro reto desde mediados del 2015. Las dudas sobre el cambio del modelo de desarrollo chino –orientado más hacia el mercado interior y sectores tecnológicamente más potentes en detrimento de la exportación de bienes de menor calidad, altas tasas de ahorro doméstico y grandes obras civiles–, la burbuja que explotó en la bolsa de Shanghái y las tres devaluaciones competitivas del yuan para calmar los ánimos en agosto de 2015, exacerbaron la volatilidad de los mercados de divisas y las caídas en las bolsas mundiales. Los mercados de divisas ya registraron depreciaciones del euro frente al dólar y la libra debido a la política monetaria laxa del Banco Central Europeo, y también de las monedas de países exportadores de petróleo, como el rublo ruso.

Por una parte, los FSI que inviertan gran parte de su dinero en divisas fuertes como el dólar y la libra pueden beneficiarse de la depreciación de sus monedas, ya que sus títulos y dividendos denominados en moneda extranjera tendrán mayor valor en moneda local. Pero si insisten en mantener los tipos de cambio fijos han de devaluar o usar sus reservas de divisas para preservar el tipo de cambio, lo que puede llevar a un agotamiento de reservas. Además, las caídas de cotizaciones en las bolsas pasan factura a los FSI que priman la renta variable, como el GPF, que invierte el 60% de sus fondos en este tipo de activos. Tras haber

anotado unas ganancias récord en el 2014 y obtenido unos resultados también satisfactorios en el primer cuatrimestre del 2015, en el segundo y tercer cuatrimestre del 2015 anotó pérdidas de 0,9% y 4,9%, respectivamente, lo que podrían haber sido mucho mayores sin el efecto compensador de los tipos de cambio, pues la corona noruega se depreció frente al dólar y el euro (NBIM, 2015a).

Las sucesivas reducciones en las reservas internacionales y desinversiones por parte de los FSI del golfo Pérsico para socorrer sus maltrechas economías representan un dilema para los gobiernos, obligados a cuadrar objetivos estabilizadores a corto plazo y los objetivos de ahorro a largo plazo de dichos fondos. Según el informe de Invesco (2015), que reúne las opiniones de 59 expertos en FSI, fondos de pensiones públicos y bancos centrales, los FSI más afectados por la reducción de las fuentes de financiación son los pertenecientes a los países dependientes de las rentas petroleras y los de EE. UU.: un 67% de los encuestados prevén que los FSI de los países petroleros desinvertirán dinero debido a la persistencia de los bajos precios del crudo. Los FSI que mencionamos están deshaciéndose de sus activos más líquidos, como bonos y acciones (*Financial Times*, 2016; Bloomberg, 2016), ya que las inversiones a largo plazo en propiedad inmobiliaria e infraestructuras son más difíciles de liquidar. Si esta tendencia persiste, las ventas a gran escala pondrán presión en los mercados financieros de bonos y acciones, obligando a sus emisores a incrementar los tipos de interés. Los FSI de los países exportadores de petróleo y China son grandes tenedores de deuda pública y capital riesgo estadounidenses. Según Beltran, Kretschmer, Márquez y Thomas (2012) si las entradas de capital extranjero en bonos del Tesoro de EE. UU. decrecen en 100.000 millones de dólares mensualmente, los tipos de interés crecerán entre 40 y 6 puntos básicos a corto plazo y unos 20 puntos básicos a medio plazo.

Los países más dependientes de las exportaciones petroleras pueden hacer uso de sus FSI como colchones fiscales durante unos años para mitigar los efectos de la caída de los precios del crudo, pero han de llevar a cabo una serie de políticas destinadas a mejorar los ingresos fiscales, reducir gastos públicos, mejorar la eficiencia energética y reducir la dependencia del sector de hidrocarburos. Tanto el FMI (2015a, 2015d) como el Banco Mundial (2015a) aconsejan a dichos estados eliminar las subvenciones para el consumo de combustibles, electricidad y agua que contribuyen a la dilapidación de la energía y a la contaminación, favorecen a las grandes empresas y fortunas, y tienen un elevado coste fiscal²⁵. Además, con los bajos precios del petróleo estos subsidios deben sustituirse por impuestos para incrementar la recaudación fiscal a la vez que los precios bajos persisten. Pero el reto verdadero es cambiar radicalmente las fuentes de recaudación, dando mayor peso a los ingresos ajenos al

sector petrolero, como la introducción del IVA y los impuestos especiales. Adicionalmente, los países pertenecientes al Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo (CCEAG) tienen margen suficiente para recortar gastos fiscales si se estimula la creación de empleo en el sector privado en vez de crear más puestos en un sector público sobredimensionado y que ha experimentado incrementos de salarios muy por encima de su productividad. También se sugiere una flexibilización del tipo de cambio para que la moneda se deprecie y ayude a la consolidación fiscal, puesto que elevarían los ingresos por exportación de hidrocarburos en moneda local.

Varios países del CCEAG han decidido tomar medidas sobre todo en lo que respecta a la determinación del precio de la energía y la introducción del IVA, pese a su alto coste político (tabla 4). Todas estas reformas permitirían a dichas economías ahorrar gastos fiscales, buscar ingresos públicos alternativos y evitar que se gasten los activos acumulados en sus FSI, concebidos como fondos de ahorro intergeneracional. Además, de este modo los FSI fortalecerían su condición de inversores a largo plazo, sin provocar turbulencias en los mercados financieros de activos líquidos.

Por otra parte, dada la baja rentabilidad de la deuda pública y la incertidumbre que viven las bolsas mundiales desde el verano del 2015, los FSI han de buscar inversiones con una rentabilidad potencial más estable, aunque con menor grado de liquidez. Resulta ilustrativo que el GPF –uno de los inversores más prudentes al haber apostado por títulos líquidos cotizados, y de cuya estrategia, otros FSI han intentado reproducir (Megginson y Fotak, 2014)– desee dar mayor peso a la propiedad inmobiliaria, a las infraestructuras centradas en países emergentes y a las energías renovables (NBIM 2015b, 2015c, 2015d). El fondo de Kazajistán también se plantea incrementar sus activos en el sector inmobiliario, en el del capital riesgo y en los *hedge funds* para dar un impulso a la rentabilidad, al igual que otros FSI de Oriente Medio, que miran hacia hoteles e infraestructuras en África (Bloomberg, 2015g). Arabia Saudí se plantea crear un nuevo FSI a partir de los recursos de SAMA –que ha seguido una estrategia inversora muy conservadora, apostando principalmente por bonos estadounidenses– e invertirlos en activos con mayor riesgo y alejados del negocio petrolero (Reuters, 2016). De acuerdo con el informe de Prequin (2015), el sector inmobiliario será uno de los más pujantes desde el punto de vista de estos inversores soberanos. En el International Forum on Sovereign Wealth Funds (Milán, 29-30 septiembre 2015) y en la Sovereign Wealth Fund Institute Summit (26-27 octubre 2015, Ámsterdam), las dos últimas conferencias organizadas en torno a estos inversores institucionales, se planteó que las nuevas estrategias inversoras deben girar

Tabla 4: Reformas fiscales emprendidas y planteadas en los países CCEAG en el 2015

Arabia Saudí	Fue de los más tardíos en introducir reformas pese a haber registrado un déficit fiscal récord en el 2015 y pese a que la deuda pública se incrementó del 2% del PIB al 5,8% entre el 2014 y el 2015. Hizo uso de sus reservas de divisas y de la emisión de bonos para afrontar el abono de una paga extraordinaria a todos los empleados públicos (que representan alrededor del 66% de los trabajadores) tras la toma de posesión del nuevo monarca. El Ministerio de Finanzas ha anunciado una serie de medidas fiscales y estructurales para reducir la dependencia del crudo. En los presupuestos del 2016 se plantean realizar privatizaciones en varios sectores (aerolíneas, telecomunicaciones e incluso en la sanidad y educación) y revisar los subsidios al consumo energético, eléctrico y de agua. De hecho, anunció que los precios del combustible podrían crecer un 50%. También baraja introducir un IVA del 5%, impuestos especiales e impuestos sobre tierras ociosas.
Emiratos Árabes Unidos	Desreguló en agosto de 2015 los precios de la gasolina, lo que provocó un incremento del 24% de golpe en su valor, aunque durante el resto del 2015 los precios decrecieron en sintonía con las caídas en los mercados financieros. En cambio, los precios del diésel experimentaron un descenso del 24%.
Kuwait	Ha retirado sus subvenciones al diésel y al queroseno, y se plantea hacer lo mismo con la gasolina y la electricidad.
Baréin o Bahrein	Anunció también una reducción de las subvenciones al diésel y queroseno a partir de enero de 2016, aunque sin concretar cifras.
Omán	Los presupuestos del 2015 incluyeron una reducción de gastos en defensa, un incremento en el impuesto de sociedades y se plantea ajustar los precios del petróleo a las cotizaciones mundiales, aunque sin liberalizarlos completamente de golpe.
En común	Todos los países del CCEAG acordaron introducir impuestos sobre el valor añadido en la reunión del 7 de diciembre de 2015. Se llevará a cabo en un plazo de 3 años y de forma coordinada entre los seis países. La sanidad, la educación, los servicios sociales y el 94% de los alimentos quedarán exentos y se está negociando el tratamiento de los servicios financieros.
Fuente: Elaboración propia a partir de varios artículos periodísticos de Bloomberg, The Economist, Al Arabiya News y El País.	

en torno a: i) seguir incrementando la participación en activos alternativos a los bonos públicos y a las acciones, como el capital riesgo, las infraestructuras, *hedge funds* o inmuebles; ii) descarbonizar las carteras de inversión, sobre todo para los fondos cuyo ingreso procede de hidrocarburos, para diversificar el riesgo y promover las energías limpias,

y iii) apostar por los mercados europeos para fomentar la recuperación económica de la región.

A pesar del panorama sombrío para los próximos años, los FSI más grandes siguen gozando de unos activos acumulados gigantescos y continuarán desempeñando un rol sustancial en los mercados financieros. Pero el uso futuro de los FSI como simples colchones fiscales agotables o como fondos de ahorro y de distribución intergeneracional de la riqueza depende de las reformas que se lleven a cabo en las economías petroleras para diversificar sus fuentes de ingresos fiscales y sus estructuras productivas. Si no realizan dichos cambios, en países como Arabia Saudí, Rusia, Bahrein u Omán las reservas internacionales y los FSI pueden erosionarse en los próximos cinco años, debido a los bajos precios petroleros pronosticados por los organismos internacionales. Su conversión en dinero a través de la desinversión de activos a corto plazo provocaría una sobreoferta de valores en los mercados financieros, mermando las cotizaciones bursátiles y exigiendo a los emisores de deuda que incrementen los tipos de interés.

Conclusiones

Como hemos visto, el inicio del siglo XXI coincidió con el crecimiento del número de FSI y sus activos acumulados con fines estabilizadores, desarrollistas y de transferencia intergeneracional de la riqueza. Además, supuso en cierto modo un cambio en las relaciones entre países desarrollados y en desarrollo, donde los últimos han adquirido mayor protagonismo al cubrir las necesidades de financiación de los primeros, no exento de cierta polémica. Todavía queda mucha información que desvelar sobre los FSI, aunque se han producido numerosos avances en relación con su transparencia gracias a las iniciativas como los Principios de Santiago y la constitución de centros de estudio centrados en el análisis de dichos inversores institucionales y sus tendencias inversoras. Los cambios de actitud tras unas crisis financieras demuestran que estos inversores también se enfrentan a riesgos y desean obtener ganancias por encima de los tipos de interés casi nulos de la deuda pública de países desarrollados y hasta interferir en el gobierno corporativo de las empresas donde invierten para garantizar un retorno estable y no por motivos político-militares.

A pesar del panorama sombrío para los próximos años, especialmente para los FSI nutridos de la actividad petrolera, los FSI más grandes siguen gozando de unos activos acumulados gigantescos y continuarán desempeñando un papel destacable en los mercados financieros, y son clave para proyectos de desarrollo ante las reticencias de la banca tradicional a asumir riesgos a largo plazo con regulaciones más estrictas. Ante todo, deben buscar nuevas estrategias de inversión en una coyuntura de bajos precios de las materias primas, de inestabilidad en los mercados financieros y de

divisas, y de menores expectativas de crecimiento de la economía global. Pero sobre todo, los países exportadores de hidrocarburos deben emprender reformas fiscales y estructurales para reducir su dependencia extrema del crudo.

Bibliografía

Agencia Internacional de la Energía (2015): *Oil Market Report*. Octubre.

ALSWEILEM, K. A.; CUMMINE, A.; RIETVELD, M.; y TWEEDIE, K. (2015): *A Comparative Study of Sovereign Investor Models: Sovereign Wealth Fund Profiles*. Belfer Center for Science and International Affairs y Center for International Development. Harvard Kennedy School.

ASFAHA, S. G. (2008): *Economic Policy in Mineral-Rich Countries*. Documento de trabajo preparado para el Proyecto de la UNRISD sobre Política Social en Países Ricos en Recursos Mineros, noviembre, United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), Ginebra.

ASHBY, B. y MONK, H.B. (2008): *Is CalPERS a Sovereign Wealth Fund?* Diciembre, nº. 8-21, Centre of Retirement Research, Boston College.

AVENDAÑO, R. y SANTISO, J. (2011): «Are Sovereign Wealth Funds Politically Biased? A Comparison with other Institutional Investors». En Boubakri, N. y Cosset, J. C. (eds.): *Institutional Investors in Global Capital Markets*. Emerald Group Publishing, pp. 313-353.

BAGNALL, A. E. y TRUMAN, E. M. (2013): «Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: an Updated Sovereign Wealth Fund Scoreboard». *Policy Brief*, nº PB13-19, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

BALDING, C. (2012): *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics*. Oxford University Press, Oxford.

Banco Mundial (2015a): *Total reserves*. Disponible en: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD> . Consultado el 15/01/2016.

Banco Mundial (2015b): «Understanding the Plunge in Oil Prices; Sources and Implications». *World Bank Global Economic Prospects*, enero, pp. 155-168.

Banco Mundial (2015c): «Commodity Markets Outlook. Understanding El Niño». *WB Quarterly Report*, octubre.

BARBARY, V. y BORTOLOTTI, B. (2012): «Taming Leviathan: Towards a Regulatory Framework for Sovereign Wealth Funds». Sovereign Investment Lab: *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011*. Università Commerciale Luigi Bocconi. Milán, pp. 35-40.

BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1995): «Restraining Yourself: The Implication of Fiscal Rules for Economic Stabilization». *IMF Staff Papers*, vol. 42, nº 1, pp. 32-48.

BEHRENDT, S. (2014): *Santiago Compliance Index 2014. Assessing the Governance Arrangements and Financial Disclosure Policies of Global Sovereign Wealth Funds*. Geoeconomica, octubre.

BEHRENDT, S. (2015): *Some thoughts on Sovereign Wealth Fund Industry Trends*. Geoeconomica, septiembre.

BELTRAN, D.; KRETSCHMER, M.; MARQUEZ, J.; y THOMAS, C. (2012): «Foreign Holdings of US Treasuries and US Treasury Yields». *International Finance Discussion Papers*, nº. 1041, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BERNANKE, B. (2005): *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board, marzo.

Bloomberg (2015a): *Energy and Oil Markets*. Disponible en: <http://www.bloomberg.com/energy> . Consultado el 15/01/2016.

Bloomberg (2015b): *Dormant Saudi Bond Market Stirs as Oil Kingdom Seeks \$27 billion*. 9 de agosto.

Bloomberg (2015c): *Wealth Funds from Oslo to Riyadh Raid Coffers to Offset Oil*. 8 de octubre .

Bloomberg (2015d): *Abu Dhabi Said to Explore Asset Sales After Slump in Oil Price*. 7 de octubre.

Bloomberg (2015e): *Sovereign Wealth Funds Face Their Rainy Day*. 29 de octubre.

Bloomberg (2015f): *Norway to Start Withdrawals from Oil Fund to Plug Deficits*. 6 de octubre.

Bloomberg (2015g): *Norway Oil Fund Rejects Divestment Option Even as Cash Runs Out*. 28 de octubre.

Bloomberg (2015h): *Kazakhstan Looks to Private Equity for Help with its \$93 Billion Cash Pile*. 28 de diciembre.

Bloomberg (2016): *Shrinking Sovereign Wealth Funds are Ducking Davos*. 20 de enero .

BORTOLOTTI, B.; FOTAK, V. y MEGGINSON, W. (2014): «The Rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, Organization and Governance». *Baffi Center Research Paper*, nº 2014-163.

- CAPAPÉ, J. y GUERRERO BLANCO, T. (2013): *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds*. The Fletcher School, Tufts University.
- CASTELLI, M. y SCACCIAVILLANI, F. (2012): *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. Wiley Finance.
- CASTELLI, M. (2014): «Long-Term for Real: Sovereign Wealth Funds Growing Investments in Infrastructure». Sovereign Investment Lab: *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2013*. Università Commerciale Luigi Bocconi. Milán, pp. 49-54.
- CLODFELTER, M. A. y GUERRERO, F. M. S. (2012): «National Security and Foreign Government Ownership Restrictions on Foreign Investment». Sanvant, K. P.; Sachs, L. E.; y Schmit Jongbloed, W. P. F.: *Sovereign Investment, Concerns and Policy Reactions*. Oxford University Press. Oxford.
- COADY, D.; PARRY, I.; SEARS, L.; y SHANG, B. (2015): «How Large are Global Energy Subsidies?» *IMF Working Paper WP/15/105*.
- COHEN, B. J. (2009): «Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff». *International Affairs*, nº 85(4), pp. 713-731.
- COLLIER, P.; VAN DER PLOEG, F.; y VENABLES, A. (2009): «Managing Resource Revenues in Developing Economies». *IMF Staff Papers*, nº 57, pp. 84-118. Washington.
- CORDEN, W. M. y NEARY, P. (1982): «Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy». *The Economic Journal*, vol. 92, nº 368, pp. 825-848.
- DAS, D. K. (2009): «Sovereign Wealth Funds: the Institutional Dimension». *International Review of Economics*, vol. 56, nº 1, pp. 85-104.
- DREZNER, D. (2008): «Sovereign Wealth Funds and the (In)Security of Global Finance». *Journal of International Affairs*, otoño 2008.
- EKMAN, I. (2005): «Trouble Brewing in Oil-Rich Norway». *International Herald Tribune*, 18 noviembre, Nueva York.
- FARRELL, D.; LUND, S.; y SADAN, K. (2008): *The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets*. McKinsey Global Institute, julio, San Francisco.
- FEI, Y.; XU, X.; y DING, R. (2013): «Sovereign Wealth Funds and Financial Crisis—a Shifting Paradigm». *China Finance Review International*, vol. 3, nº 1, pp. 42-60.
- FERNANDES, N. (2009): *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*. IMD International 2009-01, Lausana.
- FERNANDES, N. (2014): «The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance». *Journal of Applied Corporate Finance*, nº 26(1), pp. 76-84.
- Financial Times* (2015a): «Sovereign Wealth Funds Withdraw \$19 Bn from Asset Managers». 6 de diciembre.
- Financial Times* (2016): «Sovereign Wealth Funds Drive Turbulent Trading». 1 de febrero.
- Fondo Monetario Internacional (2015a): *IMF Commodity Index. Prices and Forecasts*. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>. Último acceso el 15/01/2016.
- Fondo Monetario Internacional (2015b): «Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia». *IMF World Economic and Financial Surveys*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2015c): «Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. Dealing with the Gathering Clouds». *IMF World Economic and Financial Surveys*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2015d): «Regional Economic Outlook: Western Hemisphere. Adjusting Under Pressure». *IMF World Economic and Financial Surveys*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2015e): «Global Implications of Lower Oil Prices». *IMF Staff Discussion Note SDN/15/15*, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2015f): *World Economic Outlook 2015. Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors*. Abril.
- FRANKEL, J. (2011): «How Commodity Exporters Make Fiscal and Monetary Policy Less Procyclical?» En Arezki, R.; Gylfason, T.; y Sy, A. (eds.): *Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources*. FMI, Washington.
- GHAHRAMANI, S. (2013): «Sovereign Wealth Funds: and Shareholder Activism: Applying the Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications». *Corporate Governance*, vol. 13, nº 1, pp. 58-69.
- GILLIAN, G.; O'BRIEN, J.; y BOWMAN, M. (2014): «Sovereign Wealth Funds: The Good Guy Investment Actors?». *Centre for International Finance and Regulation Working Paper*, nº 021/2014.
- GILSON, R. J. Y MILHAUPT, C. J. (2008): «Sovereign Wealth Fund and Corporate Governance: a Minimalist Response to New Mer-

cantilism». *Financial Analysts Journal*, vol. 66, n° 3, pp. 92-103.

GOLDSTEIN, M. y LARDY, N. (2008): *Debating China's Exchange Rate Policy*. Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

GOMES, T. (2008): «The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability». *Discussion Paper*, Bank of Canada.

Gamble, P. et al. (2014): *Oil: Fiscal Breakevens are Key Guide to Exporter's Sovereign Credit Risk*. Fitch Ratings. 24/11/2014. Disponible en: http://www.wittobriens.com/external/content/document/2000/2445910/1/03_Fitch_Oil_Breakeven.pdf. Consultado el 15/01/2016.

Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (2008): *Principios de Santiago*. Washington DC.

Invesco (2015): *Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2015*.

JIMÉNEZ, J.P. y TROMBEN, V. (2006): «Política fiscal en países especializados en productos no renovables en América Latina». En *CEPAL Serie Macroeconomía del Desarrollo*, n° 46, Santiago de Chile.

JOHNSON, S. et al. (2000): «Tunnelling». *American Economic Review*, n° 90, pp. 22-27.

JORY, S. R.; PERRY, M. J.; y HEMPHILL, T. A. (2010): «The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation». *Thunderbird International Business Review*, vol. 52, n° 6, noviembre-diciembre..

KALB, S. E. (2011): «The Growing Trend of Cooperation among Sovereign Wealth Funds». Park, D. ed. (2011): *Sovereign Asset Management for a Post Crisis World*. Central Bank Publications.

KERN, S. (2007): *Sovereign Wealth Funds-State Investment on the Rise*. Deutsche Bank Research, septiembre.

KOTTER, J. y LEL, U. (2011): «Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and their Consequences». *Journal of Financial Economics*, n° 101 (2), pp. 360-381.

MANASSE, P. (2005): «Deficit Limits, Budget Rules and Fiscal Policy». *IMF Working Paper* 05/120.

MARKHEIM, D. (2008): «Sovereign Wealth Funds and U.S. National Security». *Heritage Lectures*. n° 2063.

MEGGINSON, W. y FOTAK, V. (2014): *Rise of the Fiduciary State: a*

Survey of Sovereign Wealth Fund Research. Social Science Research Network, 4 de mayo.

Ministerio de Finanzas de Noruega (2015): *The National Budget 2016. A Summary*. Oslo.

MULDER, N. (2006): «Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa». *CEPAL Serie Comercio Internacional*, n° 80, noviembre, Santiago de Chile.

NBIM (2015a): *Government Pension Fund Global Quaterly Report 3Q 15*. Oslo.

NBIM (2015b): «The Diversification Potential of Real Estate». *NBIM Discussion Note*. Enero. Oslo.

NBIM (2015c): «Infrastructure Investments in Less Matura Markets». *NBIM Discussion Note*. Mayo.

NBIM (2015d): «Renewable Energy Investments». *NBIM Discussion Note* 04/2015. Oslo.

Norgesbank (2014): *Responsible Investment*. Oslo.

OSSOWSKI, R.; VILLAFUETE, M.; MEDAS, P. y THOMAS, T. (2008): «The Role of Fiscal Institutions in Managing the oil Revenue Boom». *IMF Occasional Paper*, n° 260, Washington.

Peqin (2015): *Sovereign Wealth Funds Investing in Real Estate. Extract*. Mayo 2015.

Reit (2015): *Sovereign Wealth Funds Play an Increased Role in Real Estate*. 9 de agosto.

REISEN, H. (2008): «How to Spend It: Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds». *Policy Brief*, n° 38, OECD Development Centre.

Reuters (2015): *Kuwait Sovereign Fund My Sell Assets to Cover Deficit*. 11 de octubre.

Reuters (2016): *Exclusive: Saudi Arabia Plans New Sovereign Wealth Fund*. 14 de enero.

ROY, S. (2007): «The New Rulers of Finance». *Euromoney*, diciembre, pp. 80-87.

ROZANOV, A. (2005): «Who holds the Wealth of Nations?» *Central Banking Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 52-57.

ROZANOV, A. (2012): «Long Term Tail Risk in Sovereign Wealth

and Reserve Management». *Sovereign Investment Lab: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011*. Università Commerciale Luigi Bocconi, Milán, pp. 25-28.

-SANTISO, J. (2008): «Sovereign Development Funds». *OECD Policy Insight*, nº 58.

SINNOTT, E.; NASH, J. y DE LA TORRE, A. (2010): *Los recursos naturales en América Latina y el Caribe. ¿Más allá de la bonanza y crisis?* Banco Mundial, Washington.

Sovereign Investment Lab (2015): *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2014*. Università Commerciale Luigi Bocconi, Milán. Disponible en: http://www.unibocconi.it/wps/wcm/connect/83cfaeaa-d5fd-4021-8021-15104503a863/SIL_Report_2015.pdf?MOD=AJPERES. Último acceso el 15/01/2016.

Sovereign Wealth Fund Center (2015): *Sovereign Wealth Funds Continue Global Hunt for Properties of Varied Stripes*. 28 de abril.

Sovereign Wealth Fund Institute (2015): *Sovereign Wealth Fund Rankings*. Disponible en: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>. Último acceso el 15/01/2016.

SUMMERS, L. (2007): «Funds that Shape Capitalist Logic». *The Financial Times*, 29 de julio.

SUN, T. y HESSE, H. (2009): «Sovereign Wealth Funds and Financial Stability – An Event Study Analysis». *IMF Working Paper 09/239*, Washington D.C.

SUN, X. et al. (2014): «China's Sovereign Wealth Fund Investments in Overseas Energy: The Energy Security Perspective». *Energy Policy*, nº 65 (2014), pp. 654-661.

The City UK (2015): *Sovereign Wealth Funds Report 2015*. Junio, Londres.

TRIKI, T. y FAYE, I. (2013): «Beyond Revenue Stabilization: African Sovereign Wealth Funds' Quest for Development». Sovereign Investment Lab (2014): *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2013*. Università Commerciale Luigi Bocconi, Milán.

The Economist (1977): «The Dutch Disease». 26 de noviembre, Londres, pp. 82-83.

The Economist Intelligence Unit (2015): *Individual Commodity Price Forecasts*. Disponible en: <http://gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=cf&articleId=1513764335&secId=4>. Último acceso el 15/01/2016.

Trading Economics (2015): *Foreign Exchange Reserves*. Disponible en: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/foreign-exchange-reserves>. Último acceso el 15/01/2016.

TRUMAN, E. M. (2008): «A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices». *Policy Brief*, nº PB08-3, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

TRUMAN, E. M. (2010): *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*. Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

WIRTH, E. y RAMÍREZ-CENDRERO, J. M. (2015): *Coherencia de la política monetaria, fiscal y cambiaria noruega: 2001-2014*. Trabajo presentado en las XII Jornadas Internacionales de Política Económica; Toledo, 28 de mayo.

YI-CHONG, X. (2012): «Sovereign Wealth Funds: the Good, the Bad or the Ugly?». *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 17, nº2, mayo, pp. 193-207.

Pie de página:

1. Rozanov, Andrew (2005) p. 1. Traducción de la autora.

2. Medidos a través de indicadores como reservas/meses de importaciones, reservas/deuda a corto plazo o reservas/oferta monetaria M2.

3. En la segunda mitad del siglo XIX se crearon dos fondos regionales en EEUU: Texas Permanent School Fund (1854) y Permanent University Fund (1876), ambos pertenecientes al Estado de Tejas.

4. Uno de ellos fue el GPFG noruego, el mayor FSI de todos. Se fundó en 1990 como consecuencia de las turbulencias vividas por el país en los 70 y 80 pero no recibió su primera transferencia de capital hasta 1996 (Wirth y Ramírez, 2015).

5. Balding, C. (2012). Capítulo 9, p. 2. Traducción de la autora.

6. The Economist (1977), Corden y Neary (1982) y Mulder (2006).

7. Sobre la prociclicidad de la política fiscal en países exportadores de materias primas, consultar Jiménez y Tromben (2006); Asfaha (2008); Ossowski, Villafuente, Medas y Thomas (2008); y Frankel (2011).

8. Unas reglas difíciles de mantener, debido a la falta de voluntad de los gobiernos de países en desarrollo, más enfocados a políticas a corto plazo, Bayoumi y Eichengreen (1995); Sinott, Nash y de la Torre (2010).

10. A pesar de que reciba este nombre con la palabra «pension» incorporada, GPFG no posee obligaciones de pago de pensiones en el presente, ni se han especificado planes concretos respecto al ritmo y cuantía del pago de pensiones en el futuro. Hasta 2006 fue conocido como Government Petroleum Fund y el cambio de denominación se llevó a cabo con el fin de convencer a los ciudadanos de la necesidad

de evitar el malgasto de las pensiones futuras e incrementar la popularidad del mecanismo fiscal del fondo (Ekman, 2006).

10. Un resumen muy completo sobre los objetivos y perfiles inversores de los FSI está incluido en el libro de Castelli y Scacciavillani (2012) y en el informe de Alsweillem et al. (2015).

11. Para más información sobre las respuestas nacionales a la entrada de inversores soberanos por parte de las economías occidentales, ver Cohen (2009), y Castelli y Scacciavillani (2012, pp. 156-159).

12. Yi-chong, 2012, p. 193 - la traducción es de la autora.

13. Farrell et al., 2008, p.18 - la traducción es de la autora.

14. Barbary y Bortolotti, 2012 p. 38 – la traducción es de la autora.

15. Castelli y Scacciavillani, 2012, p. 187 - la traducción es de la autora.

16. GITFSI (2008).

17. Véase www.ifswf.org

18. Los diez criterios son: i) el fondo ofrece datos históricos, incluyendo la razón de fundación, el origen de la riqueza, y la estructura de la propiedad gubernamental; ii) el fondo aporta informes anuales actualizados auditados externamente; iii) el fondo ofrece datos sobre el porcentaje de propiedad que tiene en cada empresa, y la ubicación geográfica de dicha propiedad; iv) el fondo proporciona el valor de mercado total de sus activos, sus rentabilidades y los costes de gestión; v) el fondo aporta directrices sobre principios éticos, políticas de inversión, y el cumplimiento de dichas directrices; vi) el fondo ofrece estrategias y objetivos claros; vii) si es el caso, el fondo identifica claramente las filiales e información contractual; viii) si es el caso, el fondo identifica a los gestores externos; ix) el fondo gestiona su propia página web; x) el

fondo proporciona la dirección de sus oficinas centrales y otros datos de contacto.

19. La estructura incluye: exposición de objetivos, el marco legal, la estrategia de inversión, el origen de los fondos y su integración en la política fiscal. El gobierno hace referencia a: el papel del gobierno en la fijación de la estrategia inversora, el rol de los gestores en la implementación y toma de decisiones, la existencia de directrices éticas y gobierno corporativo. La transparencia y contabilidad se centra en: la publicación de las clases de activos donde se invierte, el uso de índices de referencia y solvencia crediticia; información sobre el tamaño, rentabilidad, ubicación y composición monetaria de las inversiones; la publicación de informes anuales y trimestrales; y la auditoría interna y externa de las cuentas. El funcionamiento trata del uso de derivados financieros, apalancamiento y la gestión del riesgo. Para ver los 33 criterios completos, consultar Bagnally y Truman (2013 – p. 17-18).

20. Bagnally y Truman, 2013, p. 14.

21. A pesar de ser caracterizados como inversores a largo plazo, mejor expuestos a riesgos a corto plazo, Rozanov (2012) advierte que los FSI también se enfrentan a riesgos colaterales de largo alcance, sobre todo de carácter político.

22. Refino, transporte y comercialización de productos derivados del petróleo.

23. Norgesbank, 2014 – traducción de la autora.

24. Grandes subvenciones al consumo de combustibles, agua y electricidad; educación y sanidad gratuitas; ayudas al matrimonio, préstamos a bajos tipos de interés para la construcción de viviendas, y altos salarios para los funcionarios que representan una parte importante de los empleados.

25. Coady et al. (2015) calculan que en 2013 los subsidios al consumo energético equivalían a unos 5 billones de dólares, al 6,5%

del PIB mundial, y en los países de Oriente Medio y el Norte de África al 14% del PIB regional, computando también las externalidades negativas.

Sobre el autor:

Eszter Wirth: Doctoranda en Economía Internacional y Desarrollo en la Universidad Complutense de Madrid.

Otras publicaciones ODF

Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado

may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro