

RESERVAS INTERNACIONALES, FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA  
Y LA PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

## Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

Uno de los rasgos más característicos de la economía internacional en los últimos años ha sido la existencia —y persistencia— de los llamados «desequilibrios globales». Con este término se alude a la recurrencia de elevados déficits por cuenta corriente en determinados países (principalmente, Estados Unidos), financiados por los superávits, en algunos casos también muy elevados y persistentes, de un amplio número de países. Los desequilibrios globales —cuya propia denominación sugiere que en el largo plazo son insostenibles— fueron ampliándose desde el comienzo de esta década hasta 2007, año en el que la suma de los superávits de cuenta corriente en todo el mundo superó el 2% del PIB mundial, frente al 0,7% en 2001 (véase gráfico 1). Otra característica muy notable de los desequilibrios globales, más allá de su magnitud, es el hecho de que el conjunto de economías emergentes se haya convertido en financiadores de las economías avanzadas, hasta el punto que las cuentas corrientes de países de economías emergentes con superávit suman cerca del 1,5% del PIB mundial, una cifra similar a las necesidades de financiación de las economías avanzadas que registran déficit. Dentro de las economías emergentes, China, con un superávit de cuenta corriente del 10% de su PIB en 2007, y los países exportadores de petróleo, cuyos superávits superaban el 25% del PIB, son los principales protagonistas de este fenómeno. Por el lado de los países deficitarios, el protagonismo recae sobre Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente se situó en el 5% del PIB nacional ese año, equivalente a un 1,3% del PIB mundial.

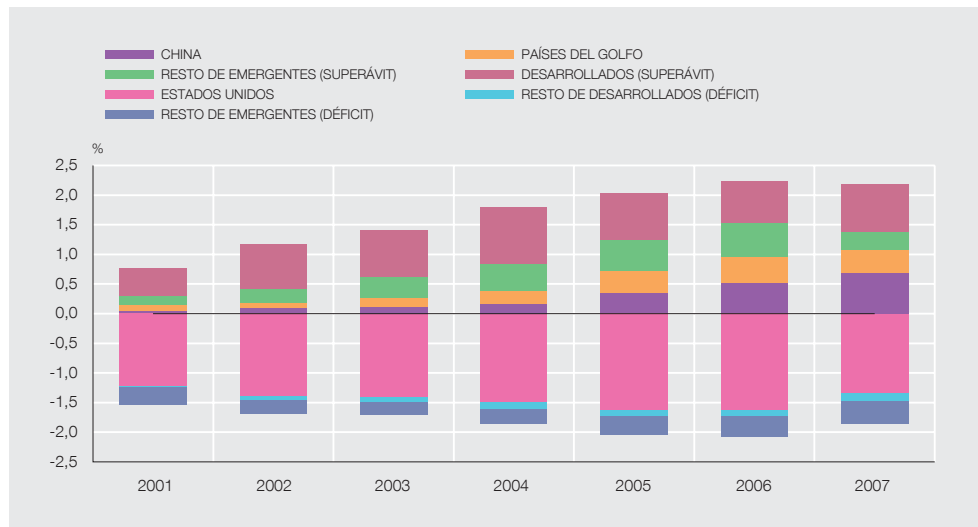
Otro rasgo característico de la economía internacional en la presente década, ilustrado en el gráfico 2, es el fuerte aumento de los flujos financieros privados hacia economías emergentes, que se ha multiplicado por ocho entre 2001 y 2007, alcanzando más de 1,6 billones en este último año. Sin embargo, la mencionada persistencia de elevados superávits por cuenta corriente implica que, pese a estar recibiendo flujos financieros, las economías emergentes están financiando al resto del mundo.

¿Cómo es posible conciliar la posición acreedora —en términos netos— de las economías emergentes con la recepción de cuantiosos flujos financieros? La explicación es el ingente reciclaje de recursos financieros hacia el exterior, cuyos principales vehículos han sido la acumulación de reservas internacionales y los fondos de riqueza soberana. Esto significa, además, que el grueso de esta exportación de capitales por parte de las economías emergentes se realiza mediante instituciones de titularidad pública. En este artículo englobaremos a ambos bajo el concepto de activos soberanos externos, destacando así su similitud en los aspectos de financiación que se acaban de mencionar.

En definitiva, los activos soberanos externos se presentan como un factor determinante en la configuración de los desequilibrios globales. La literatura acerca de la contribución de la acumulación de reservas en la cobertura de las necesidades financieras de Estados Unidos y su importancia para evitar los ajustes del tipo de cambio nominal ha sido extensamente estudiada [véanse Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2008), y las referencias ahí incluidas]. Por el contrario, hay pocos estudios que presten atención al papel de los fondos de riqueza soberana en los desequilibrios globales. Esto puede deberse, en parte, a la escasez de datos fiables sobre los activos de los fondos de riqueza soberana, pero, sobre todo, a que solo recientemente han adquirido relevancia en las discusiones de política económica, debi-

**DESEQUILIBRIOS GLOBALES: POSICIÓN CUENTA CORRIENTE  
COMO PORCENTAJE DEL PIB MUNDIAL**

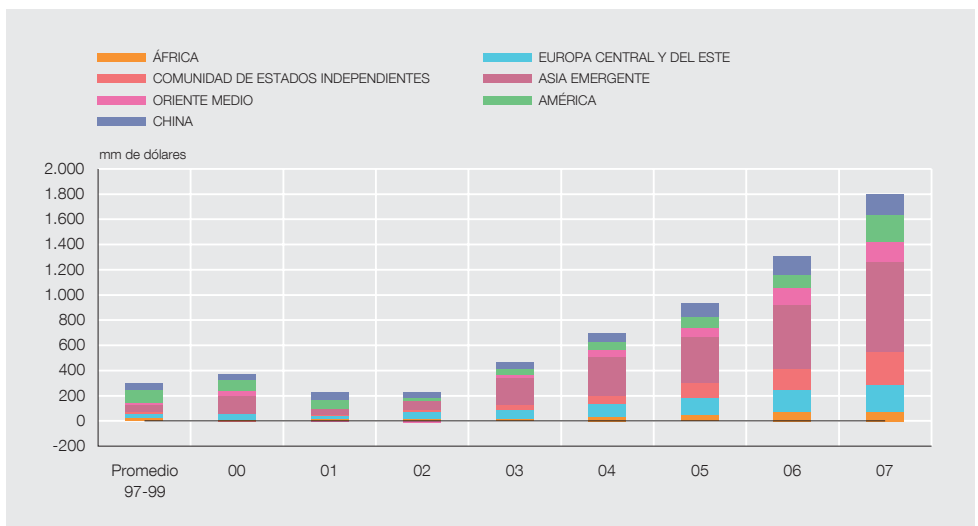
GRÁFICO 1



FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

**ENTRADA DE FLUJOS FINANCIEROS PRIVADOS, 1997-2007**

GRÁFICO 2



FUENTE: WEO (Fondo Monetario Internacional).

do a su crecimiento exponencial durante los años de bonanza en los precios de las materias primas.

El objeto de este artículo es estudiar el papel desempeñado por los activos soberanos externos en la financiación de los desequilibrios globales, poniendo especial énfasis en los fondos de riqueza soberana —a través de una cuantificación y análisis novedosos—, y comparándolos con las reservas internacionales acumuladas por los bancos centrales. Las conclusiones señalan que, en términos cualitativos, el papel de los fondos de riqueza soberana en la persistencia de los desequilibrios globales no es muy diferente del de las reservas. En términos cuantitativos, las reservas han sido bastante más importantes, aunque el alza de los precios de las materias primas ha elevado el peso relativo de riqueza soberana en los últimos años. El cambio drástico de la situación económica y financiera que se ha producido en 2008 proba-

FRS ESTÁNDAR		FRS INTEGRADO EN BANCO CENTRAL
Divulgados	No divulgados	
Singapur	China	Rusia
Venezuela	Kazajistán	Argelia
Noruega	Corea del Sur	Hong Kong
Chile	Kuwait	Arabia Saudita
	Malasia	
	Omán	
	Qatar	
	Emiratos Árabes Unidos	

FUENTE: Banco de España.

blemente ha quebrado estas tendencias, generando una notable incertidumbre, no solo respecto a la evolución de los activos soberanos externos, sino también respecto a la financiación de los desequilibrios globales.

### **Una cuantificación de los activos y transferencias de los fondos de riqueza soberana**

Aunque no hay una definición comúnmente aceptada, el concepto de fondos de riqueza soberana (FRS) abarca a las entidades de titularidad pública que acumulan e invierten los recursos excedentes del Estado, aunque puedan ser gestionadas privadamente. El análisis de los fondos de riqueza soberana ha estado muy condicionado por limitaciones de datos sobre los activos que gestionan y su evolución en el tiempo, que está siendo subsanada por diversos estudios [véanse Setser y Ziemba (2007) y JP Morgan (2008)]. No es fácil encontrar una estimación sistemática de su evolución en el tiempo, y las estimaciones disponibles de sección cruzada no suelen asegurar coherencia en la metodología empleada. Por ello, es conveniente, en primer lugar, realizar una cuantificación coherente de la evolución temporal de los activos gestionados por estos fondos.

Los fondos de riqueza soberana analizados —correspondientes a dieciséis países (aquellos donde se ubican los principales FRS)— pueden dividirse, de acuerdo con los datos disponibles y su marco institucional, en tres grupos, tal y como se muestra en el cuadro 1: los FRS estándar y con difusión de datos; los FRS estándar, pero sin difusión de datos; y los FRS incluidos dentro del balance del banco central<sup>1</sup>. El primer grupo de fondos proporciona información acerca de su tamaño y de las transferencias recibidas por los respectivos fondos de riqueza soberana, lo que permite cuantificar la evolución de los FRS de una manera bastante directa. Para los FRS que no divulgan información es posible obtener estimaciones de activos y transferencias a partir de datos de resultados fiscales, balanzas de pagos e información complementaria. El tercer grupo (al que pertenecen países tan importantes como Arabia Saudita o Rusia) comprende países donde el fondo de riqueza soberana es gestionado por el banco central, e incluyéndose los activos de aquel dentro de las reservas internacionales, y pudiéndose estimar a partir de la evolución de estas últimas. El cuadro 2 presenta la evolución de los fondos de riqueza soberana en cada país y la fracción de los activos externos dentro de su cartera, que, de acuerdo con nuestras estimaciones, es excepcionalmente elevada en términos agregados (en torno al 93% en 2007).

### **Activos soberanos externos. Características, evolución y componentes**

La relevancia macroeconómica y financiera de los activos soberanos externos es fácilmente entendible partiendo de la identidad de la balanza de pagos. Las entradas de flujos financieros netos en un país tienen como contraparte un déficit de la cuenta corriente (es decir, un saldo

1. Véase Alberola y Serena (2008) para una explicación más detallada de la metodología empleada para estimar la evolución de los FRS.

mm de dólares

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVOS TOTALES (1) + (2)	86,29	122,99	150,12	483,51	796,86	1.023,4	1.364,4	1.792,8	2.547,1
De los cuales: activos totales externos	86,29	122,99	150,12	483,51	765,17	971,5	1.302,4	1.737,7	2.375,3
TOTAL FRS PETRÓLEO Y ENERGÍA (1)	27,71	47,61	74,11	408,28	599,70	794,7	1.088,3	1.475,3	1.960,2
Argelia		4,32	5,54	5,61	7,88	14,4	28,7	45,6	48,8
Chile							0,9	8,7	19,5
Kazajistán				1,9	3,7	5,1	8,0	14,1	20,0
Kuwait	...	...	...	93,52	115,1	139,8	160,4	200,0	250,0
Noruega	27,71	43,3	68,6	85,0	148,3	191,8	237,6	305,8	383,5
Rusia						18,6	43,6	82,1	181,3
Arabia Saudita	...	...	...	21,21	36,89	60,3	126,4	197,4	271,3
Venezuela							8,0	19,1	33,4
Omán	...	...	...	...	...	1,0	3,0	4,9	7,6
Qatar	...	...	...	1,0	2,1	10,1	20,4	35,4	56,4
Emiratos Árabes Unidos	...	...	...	200,0	285,8	353,6	452,1	570,9	707,9
TOTAL OTROS (2)	58,57	75,38	76,01	75,23	197,16	228,7	276,1	317,5	586,9
China	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Hong Kong	58,57	75,4	76,0	75,23	73,8	78,2	77,0	88,1	98,4
Malasia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,4	15,1	18,4	26,0
Corea del Sur	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Singapur	...	...	...	...	123,3	137,1	163,0	182,3	223,0

FUENTE: Estimaciones propias de estadísticas nacionales, informes FRS.

negativo de la cuenta corriente) y/o un incremento en las reservas internacionales. Por conveniencia, puede escribirse de la siguiente manera:

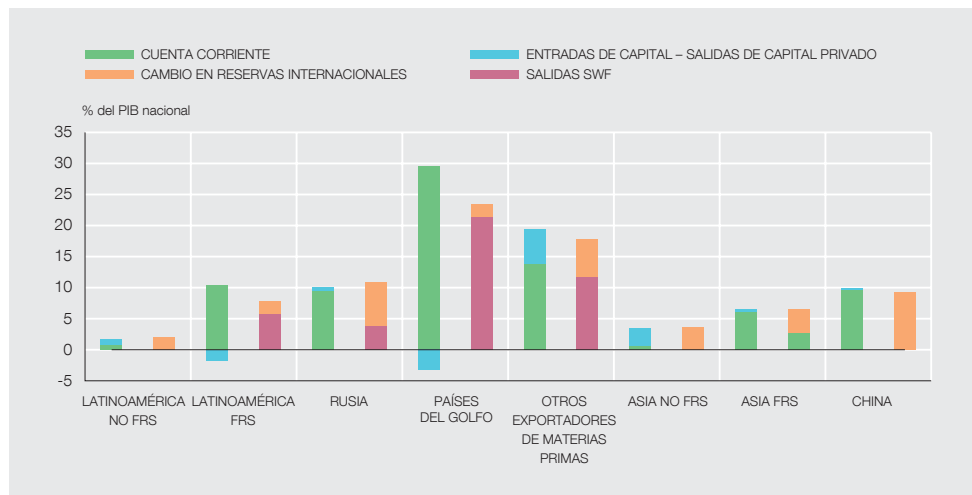
$$\text{Balanza por cuenta corriente} + \text{Flujos financieros netos} = \Delta \text{Reservas}$$

Los flujos financieros netos son el resultado de sustraer las salidas brutas de flujos financieros de las entradas brutas de flujos financieros. Tanto unas como otras incluyen flujos privados y públicos, aunque excluyen los flujos financieros realizados por bancos centrales, incluidos en los movimientos de reservas. Dado que, en economías emergentes, los flujos financieros públicos pueden asimilarse, grosso modo, a los movimientos de fondos de riqueza soberana, la expresión presentada puede describirse de la siguiente manera:

$$\text{Balanza por cuenta corriente} + \text{Entradas flujos financieros} - \text{Salidas de flujos financieros privados} = \Delta \text{Activos FRS} + \Delta \text{Reservas} (= \Delta \text{Activos soberanos externos})$$

La parte derecha de la ecuación es la suma de la variación en los activos de los fondos de riqueza soberana y la acumulación de reservas, y constituye el cambio en los activos soberanos externos de un país (sin considerar los posibles efectos valoración —véase la nota 2—. En la parte izquierda de la identidad se incluyen, junto a la balanza por cuenta corriente, las entradas netas de flujos financieros, excluyendo las salidas de flujos privados. Como puede constatar, los elevados superávits de cuenta corriente, y con las fuertes entradas de flujos financieros, pueden ser reciclados a través de la acumulación de reservas y activos de FRS, o a través de salidas de flujos financieros privados.

En el gráfico 3, donde se muestran ambos lados de la identidad para un grupo seleccionado de economías emergentes, se observa que los fondos de riqueza soberana son la principal fuente de reciclaje de recursos financieros en algunos países (como ocurre en varios países de



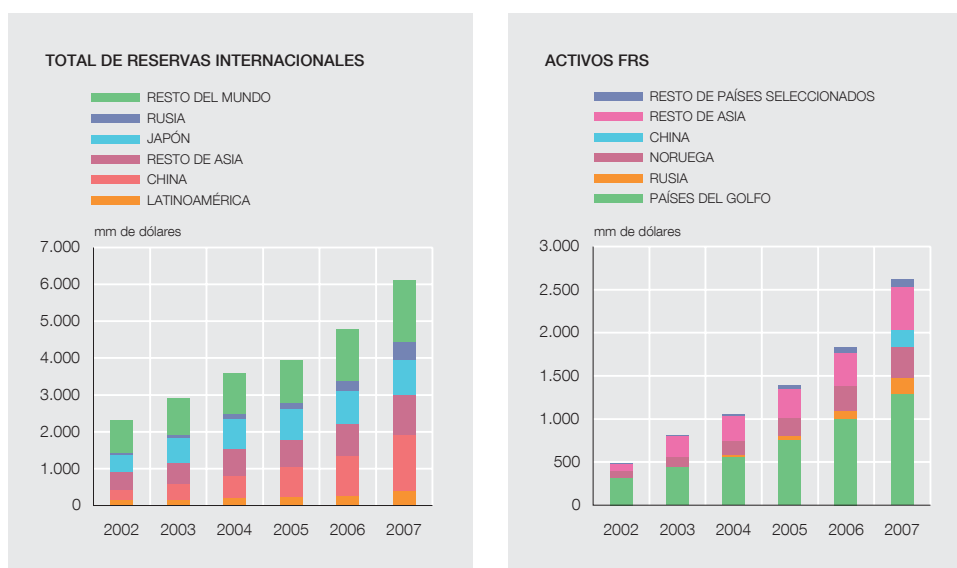
FUENTES: IFS (IMF), estadísticas nacionales, informes de FRS y Banco de España.

- a. Latinoamérica FRS: Chile, Venezuela.
- b. Países del Golfo: Kuwait, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Omán, Qatar.
- c. Otros exportadores de materias primas: Argelia, Kazajistán.
- d. Asia FRS: Hong Kong, Singapur, Malasia, Corea del Sur.

América Latina, economías del Golfo y otros exportadores de materias primas), mientras que los bancos centrales y la acumulación de reservas internacionales generan el grueso de las salidas de flujos financieros en otras áreas, como sucede en China y en economías asiáticas<sup>2</sup>. En todos estos casos, el fuerte crecimiento de los activos soberanos externos es la explicación de la aparente paradoja esbozada en la introducción: la conjunción de una posición neta acreedora con fuertes entradas de flujos financieros en los países emergentes.

Las reservas internacionales y los FRS comparten características similares, además de su papel análogo en el equilibrio de la balanza de pagos. El principal rasgo común de los activos de los FRS y de las reservas de los bancos centrales es que ambos son gestionados por entidades públicas. Los activos de ambos han registrado un extraordinario crecimiento en los últimos años, como se refleja en el gráfico 4. En efecto, aunque el nivel de las reservas internacionales ya era elevado a principios de la década, llegó a 6 billones de dólares en 2007, el doble del que tenía en 2003, y alcanzó los 7 billones en el segundo trimestre de 2008. Por su parte, las estimaciones acerca de los activos gestionados por parte de fondos de riqueza soberana apuntan a que el volumen gestionado por este tipo de inversores ascendería a 2,5 billones de dólares en 2007 (de los cuales 2,4 billones serían activos externos), lo cual supondría un extraordinario incremento respecto a los 500 mm que gestionaban en 2002. El gran incremento en los activos vendría explicado por lo elevado de los precios de las materias primas, y en particular de los precios del petróleo. Tomados en su conjunto, los activos soberanos externos habrían pasado desde los 4 billones de 2004 hasta los 8,7 billones de 2007, cifra equivalente al 15% del PIB mundial. De este modo, los activos soberanos externos han cobrado una notable importancia relativa en los mercados financieros internacionales, alcanzando en 2007 un valor equivalente a un 35% de todos los títulos públicos en el ámbito mun-

2. El caso de China merece particular atención. Como muestra el gráfico, las entradas de flujos financieros netos son próximas a cero. Esto es aparentemente paradójico en tanto se sabe que las entradas de flujos financieros privados son muy elevadas. La explicación reside en que, a diferencia de lo que sucede en otros países, las salidas de flujos financieros privados son muy elevadas, y en gran medida se deben a inversiones en el exterior de empresas semipúblicas, o por parte de bancos. Este último tipo de flujo viene en cierta medida inducido por las autoridades monetarias, como modo de mitigar presiones a la apreciación del tipo de cambio.



FUENTES: IFS (Fondo Monetario Internacional), estimaciones propias, estadísticas nacionales e informes de FRS.

a. En Argelia, Rusia, Arabia Saudita y Hong Kong, reservas internacionales sin sustraer activos externos de FRS administrados por bancos centrales.

dial, un 17% de la renta variable y un 5% de todos los activos mundiales. Dentro de los activos soberanos externos, las reservas internacionales supondrían las dos terceras partes (un 11,2% del PIB mundial) y los FRS el tercio restante (un 5% del PIB mundial).

Además, tanto las reservas internacionales como los activos de los FRS están concentrados en las economías emergentes. El grueso de la acumulación de reservas se ha producido en Asia (incluyendo Japón), y singularmente en China —país que posee más de 1,5 billones de reservas internacionales—. Otras regiones emergentes, como América Latina, han acumulado grandes tenencias de reservas internacionales en relación con el tamaño de la región (un 12,7% de su PIB), que, no obstante, resultan pequeñas en relación con las reservas mundiales (tan solo un 6,5% de las mismas). Por su parte, los FRS están concentrados en economías productoras y exportadoras de materias primas, y especialmente exportadoras de petróleo. Los fondos de riqueza soberana más importantes también están concentrados en economías emergentes, si bien hay algún país desarrollado que cuenta con fondos de riqueza de importancia, como Noruega. Algunos países del sureste asiático también han constituido FRS, en general a partir de recursos fiscales.

No obstante, las causas del incremento de los recursos de los fondos de riqueza soberana y de las reservas internacionales son diferentes. Las dos principales causas de la acumulación de reservas identificadas en la literatura son el motivo precautorio o de autoaseguramiento y las intervenciones para controlar la evolución del tipo de cambio. En términos generales, se considera que la gran acumulación de reservas internacionales viene en parte explicada por el interés de las economías emergentes en autoasegurarse contra las posibles crisis financieras. En particular, los intentos de evitar la apreciación del tipo de cambio han sido una motivación relevante de la acumulación de reservas en numerosas economías emergentes. Los objetivos buscados con esta estrategia pueden ser diversos: evitar una sobre-reacción del tipo de cambio inducida por flujos financieros, o suavizar los efectos sectoriales negativos asociados a un aumento del precio de las materias primas (enfermedad holandesa).

Por el contrario, la constitución de un fondo de riqueza soberana se fundamenta, bien en suavizar la evolución de los recursos fiscales a lo largo del ciclo de los precios de las materias primas, bien en salvaguardar e invertir parte de los ingresos derivados de la explotación de las materias primas —muchas de ellas no renovables— para hacer extensivos sus beneficios a generaciones futuras y diversificar la estructura productiva. Hay que señalar, también, la incipiente tendencia hacia la transferencia de recursos desde las reservas internacionales hacia los FRS por parte de países con elevadas reservas. El caso más notable es el de China, que en 2007 dotó 200 mm de dólares de sus reservas internacionales a un nuevo fondo de riqueza soberana (de los cuales en torno a la mitad está ya invertida).

En definitiva, aunque tanto el incremento de los activos de los fondos de riqueza soberana como el de las reservas son, en cierto modo, una decisión de política económica, el incremento en los activos de los fondos es de alguna manera la consecuencia de un planteamiento prudente, mientras que el aumento en las reservas internacionales responde en mayor medida a una política discrecional que, en ocasiones, tiene por objeto mantener el tipo de cambio a nivel determinado y una posición de liquidez internacional holgada. Por lo tanto, la emergencia de los FRS puede contemplarse como el resultado de una acción de política económica orientada a mitigar el impacto del ciclo de las materias primas sobre la economía nacional, mientras que la acumulación de reservas está más orientada a mantener una la competitividad de la economía a través del tipo de cambio.

### **Activos soberanos externos, ajuste interno y desequilibrios globales**

Desde una perspectiva global, la acumulación de reservas y los fondos de riqueza soberana actúan como barreras al ajuste interno, y han desempeñado un papel relevante en la persistencia de los desequilibrios globales, que se examina a continuación.

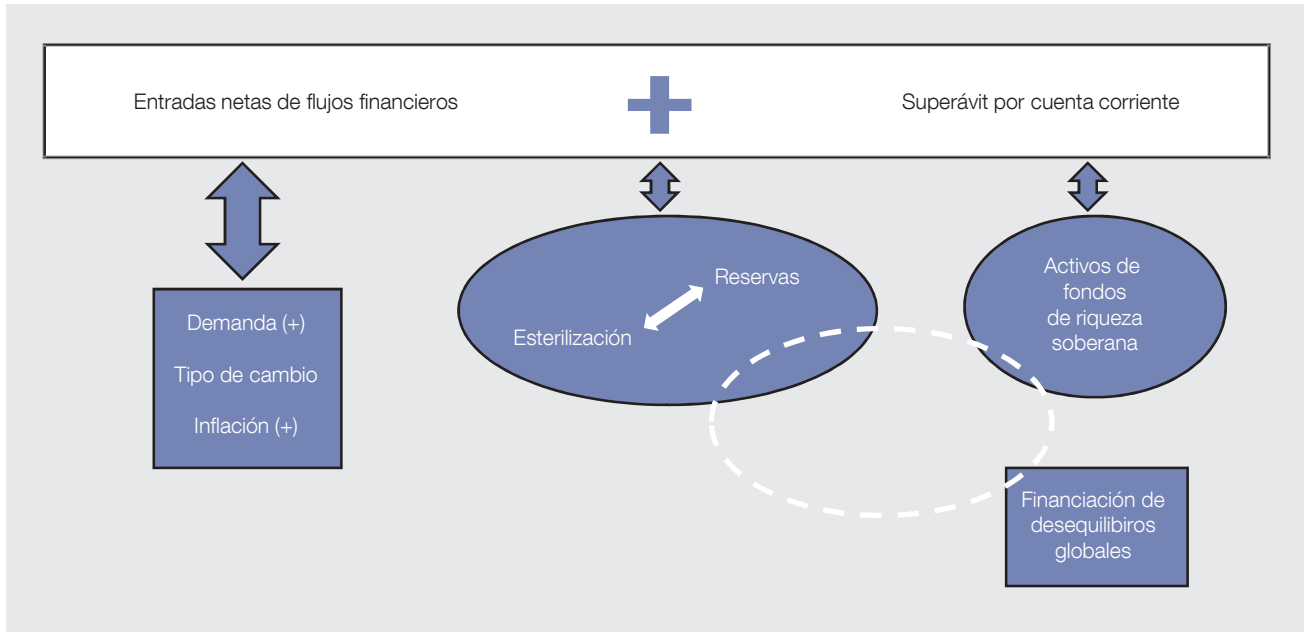
De acuerdo con la identidad de balanza de pagos, la acumulación de activos soberanos externos no es sino la contrapartida de un superávit de cuenta corriente y de la entrada neta de capitales. Desde un punto de vista macroeconómico, ambos factores suponen una perturbación expansiva e inflacionaria sobre la economía, cuya acomodación requiere un ajuste interno: una apreciación del tipo de cambio real que tiende a reducir la competitividad y a disminuir el superávit comercial, moderando la actividad nacional. Además, desde un punto de vista financiero, las entradas de flujos de capital aumentan la demanda de moneda local y, por lo tanto, son también coherentes con una apreciación del tipo de cambio.

La acumulación de activos soberanos externos actúa como una barrera que previene este ajuste interno y facilita la persistencia de los desequilibrios globales. Esto sucede tanto en el caso de las reservas, que es más conocido, como en el de los fondos de riqueza soberana, como se muestra en el gráfico 5.

En clave interna, la acumulación de reservas del banco central evita la apreciación del tipo de cambio, pero, si no es esterilizada, se produce una expansión de la base monetaria, que contribuirá a aumentar las presiones inflacionistas, lo cual generará una apreciación del tipo de cambio real. Para evitar estos efectos, el incremento de reservas debe esterilizarse mediante operaciones con bonos públicos. De hecho, la fuerte acumulación de reservas de los últimos años ha sido esterilizada, en proporción creciente, en la mayoría de países.

En la vertiente externa, el mantenimiento de las reservas internacionales en activos en moneda extranjera supone el reciclaje de flujos financieros hacia los mercados globales y, por lo tanto, la financiación de los desequilibrios externos de los países con déficit por cuenta corriente. Esta es, precisamente, la tesis de la teoría del llamado «sistema de Bretton Woods II» [BWII, Dooley et ál. (2008)], que sostiene que el proceso de acumulación de reservas por





FUENTE: Banco de España.

parte de la economías asiáticas, y en particular de China, es una relación simbiótica entre estas economías (y su modelo de crecimiento vía estímulo del sector exportador) y Estados Unidos, que necesita financiar su amplio déficit por cuenta corriente. De hecho, el fuerte incremento en las reservas internacionales (más allá del motivo precautorio o de autoaseguramiento) y el claro sesgo hacia los títulos y activos de Estados Unidos tenderían a respaldar esta tesis.

No obstante, surgen las dudas acerca de la viabilidad y posible persistencia de este esquema, que no está exento de problemas. En efecto: la acumulación de reservas, incluso cuando es esterilizada, genera importantes costes [véase Alberola y Serena (2007)]. Si la esterilización es realizada mediante emisión de títulos públicos del banco central, se producen problemas de efecto desplazamiento de los inversores privados y reducción del crédito al sector privado, así como presión al alza sobre los tipos de interés nacionales. Además, la acumulación y elevadas tenencias de reservas pueden generar costes para el banco central, derivados del diferencial negativo entre el rendimiento obtenido por sus activos y el coste de su pasivo. Por otra parte, la tenencia de reservas expone a un segundo tipo de costes (a los que también están expuestos los FRS), los derivados de los efectos valoración negativos que se producen cuando los tipos de cambio se aprecian frente al dólar.

En este contexto, algunos bancos centrales están tomando medidas para mitigar estos costes. Entre ellos cabe destacar la tendencia hacia el establecimiento de nuevos fondos de riqueza soberana a partir de las reservas internacionales, que puede evitar los costes fiscales. Algunos estudios sugieren que esta tendencia a trasvasar recursos desde reservas a FRS puede ser el inicio de un proceso con importantes implicaciones para los desequilibrios globales [Beck y Fidora (2008)].

El impacto macroeconómico de los fondos de riqueza soberana no es diferente en lo fundamental, pero puede presentar algunas ventajas en forma de menores costes. En los países con FRS relacionados con materias primas, la existencia de superávit de cuenta corriente es el resultado de una mejora de la relación real de intercambio derivada del alza de su precio. La

mejora en las perspectivas económicas asociadas al *shock* también puede suponer un aumento en las entradas de flujos financieros en búsqueda de elevados rendimientos. Estos efectos generan un aumento en la renta nacional, que se transmite a un aumento en la demanda y presiones inflacionistas. El ajuste requiere una apreciación real de la divisa —sea a través de inflación o de apreciación del tipo de cambio nominal— que mitigue las presiones de demanda y reduzca los superávits externos.

Sin embargo, de modo análogo a las reservas, los fondos de riqueza soberana pueden obstaculizar el ajuste, pues este depende de cómo y en qué medida el aumento en la renta se transmita a la economía nacional. En la medida en que los ingresos de la explotación de materias primas llegan a empresas estatales, las autoridades pueden mitigar, reducir, o incluso eliminar, el ajuste y su velocidad (al menos, transitoriamente) mediante la acumulación y la reinversión en el extranjero de estos recursos. Esta política aísla la demanda nacional del impacto del *shock* sobre la relación real de intercambio, y en consecuencia evita las presiones sobre la inflación y el tipo de cambio<sup>3</sup>, facilitando la persistencia de los superávits externos.

Por el contrario, a diferencia de las compras de activos de reserva, la acumulación de recursos en fondos de riqueza soberana no suele llevar aparejados un aumento del dinero en circulación, en tanto provienen de ingresos relacionados con extracción de materias primas, o superávits fiscales. Por ello, no requiere esterilización y no genera los costes antes descritos. Esta ausencia de costes sugeriría que la acumulación de activos en fondos de riqueza soberana tiene, en principio, un mayor recorrido que la de las reservas internacionales.

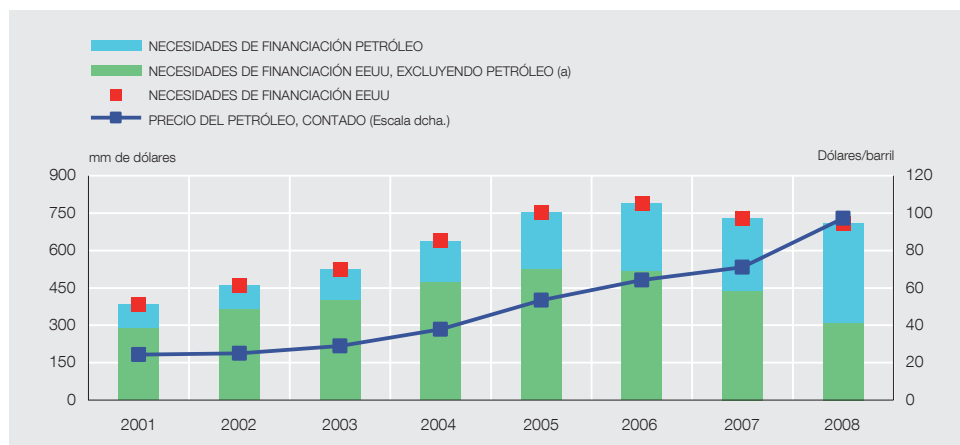
***El papel de los activos soberanos externos en la financiación del déficit exterior de Estados Unidos***

El elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es probablemente el elemento más característico de los desequilibrios globales. En cierto modo, puede decirse que el ajuste de las necesidades externas de Estados Unidos está en curso, tal y como pone de relieve el gráfico 6. De hecho, el déficit por cuenta corriente alcanzó su máximo en 2006, tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB (790 mm de dólares y un 6% del PIB), mientras que el tipo de cambio se ha depreciado en torno a un 30%, en términos efectivos reales, desde 2002. Junto al déficit por cuenta corriente —que pone de relieve el grado en que Estados Unidos debe financiarse en el exterior para mantener su patrón de crecimiento—, una segunda variable de interés son las entradas de flujos financieros en Estados Unidos, que en 2007 se situaron en torno a 2 billones de dólares.

Como muestra el gráfico 6, donde se distingue la contribución del déficit de la balanza energética, el ajuste de la cuenta corriente habría sido mucho más importante en caso de que los precios del petróleo no hubieran registrado el extraordinario incremento a lo largo de los últimos años, que culminó en el primer semestre de 2008. En efecto, se estima que un aumento en 10 dólares en el precio del petróleo por barril supone un aumento de 0,25 puntos porcentuales del PIB del déficit por cuenta corriente. Por ello, el aumento en el precio del petróleo incrementó el déficit comercial del petróleo desde los 120 mm de 2003 hasta los 290 mm de dólares en 2007, y este déficit probablemente esté en el entorno de los 400 mm de dólares en 2008. De hecho, si no fuera por el incremento en los precios del petróleo registrado desde 2002, el déficit por cuenta corriente del año 2007 se habría mantenido —caeteris paribus— en torno al 4% del PIB.

---

3. Muchos de los países del Golfo tienen tipos de cambio fijos con el dólar. Esto, sin embargo, no es consecuencia de la existencia de fondos de riqueza soberana, sino una decisión de política monetaria independiente. Pese a la existencia de estos tipos de cambio fijos, el incremento en las reservas ha sido limitado. La existencia del fondo de riqueza soberana actúa en cierto modo de sustituto de esta, reduciendo la presión sobre el tipo de cambio.



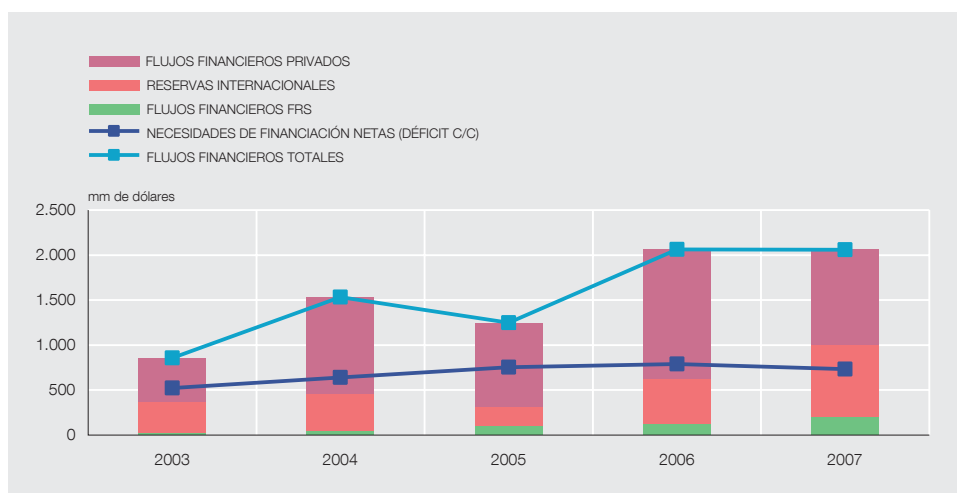
FUENTES: BEA, y Fondo Monetario Internacional art. IV.

a. Estimación.

¿Qué papel han desempeñado los llamados «activos soberanos externos» en la financiación del déficit de Estados Unidos en los últimos años? Esta pregunta, de indudable interés, resulta, sin embargo, difícil de responder con precisión, por la ausencia de información precisa acerca del tamaño y del crecimiento de los activos soberanos externos, y en particular de los fondos de riqueza soberana y de sus estrategias de inversión.

En todo caso, es posible, partiendo de las cuantificaciones realizadas acerca de tamaño y evolución de los fondos de riqueza, y bajo supuestos adicionales sobre sus estrategias de inversión [presentadas en detalle en Alberola y Serena (2008)], realizar valoraciones al respecto, aunque sujetas a importantes cautelas. A grandes rasgos, el enfoque consiste en hacer una estimación, necesariamente aproximada del porcentaje de activos que los FRS tienen invertido en Estados Unidos, y asumir que esta proporción se mantiene en las nuevas inversiones. El resultado de estas estimaciones, explicadas con más detalle en el documento de referencia, es que el 40% del total de sus activos estaría invertido en Estados Unidos. Se estima que en los últimos años esta proporción ha podido aumentar ligeramente, hasta un 42%, en tanto que los fondos que más han crecido han sido los más propensos a invertir en Estados Unidos. A través de estas inversiones, los activos de los FRS en Estados Unidos habrían aumentado desde los 320 mm de dólares de 2003 hasta los 997 mm de dólares de 2007. De este modo, como muestra el gráfico 7, la contribución de los fondos de riqueza soberana a la financiación de los déficits por cuenta corriente de Estados Unidos habría sido muy notable, pasando del 5% en 2003 al 13% en 2005; las inversiones habrían alcanzado los 200 mm de dólares en 2007, y esta proporción habría ascendido hasta el 28%. Su relevancia no habría aumentado solo desde un punto de vista cuantitativo, sino también desde un punto de vista cualitativo, en tanto que a lo largo del último año de turbulencia financiera, sobre todo al inicio, habría aportado importantes recursos para la capitalización de entidades financieras en problemas. Obviamente, esta creciente importancia habría estado ligada a los elevados precios del petróleo y, en menor medida, de otras materias primas, la fuente de recursos básica para los fondos de riqueza soberana, como ya se ha señalado.

Por otra parte, el papel de las reservas internacionales en la financiación del déficit de Estados Unidos y el sostenimiento de los desequilibrios globales han sido ampliamente reconocidos. Sin embargo, es llamativa la falta de cuantificación precisa de esta financiación, probablemente por la falta de datos precisos al respecto. En efecto, los bancos centrales no suelen divulgar la asignación geográfica de sus inversiones, ni el desglose por moneda. La referencia más



FUENTES: IFS (Fondo Monetario Internacional), estimaciones propias a partir de estadísticas nacionales e informes de FRS.

fiable, aunque incompleta, son los datos de COFER (FMI), que proporcionan información acerca de desglose por moneda para un grupo de países que voluntariamente la proporcionan, y que cubre en torno al 62% de las reservas internacionales, y cerca del 52% de las reservas de economías emergentes. Pese a que COFER excluye a países con gran relevancia en el proceso de acumulación de reservas —en particular, China—, y presenta diversos sesgos<sup>4</sup>, resulta la fuente más adecuada para estimar este dato. De acuerdo con esta fuente, los activos denominados en dólares suponen un 60% de las tenencias de reservas internacionales. Como se observa en el gráfico 7, manteniendo este supuesto, los bancos centrales habrían invertido más de 250 mm de dólares en activos de Estados Unidos en 2005, 520 mm de dólares en 2006, y cerca de 820 mm en 2007. Estos valores son muy elevados: representan más del 40% de las entradas (brutas) de flujos financieros en Estados Unidos en 2007, y permiten cubrir la totalidad de sus necesidades de financiación netas en este año.

Si se consideran los activos externos soberanos en su conjunto, es decir, la suma de reservas y fondos de riqueza soberana, se observa que la ratio de cobertura de las necesidades netas de financiación de Estados Unidos (es decir, inversiones por parte de inversores soberanos en relación con el déficit por cuenta corriente) habría aumentado desde el 80% de 2003 hasta el 135% de 2007. La fracción de inversiones asociada a fondos de riqueza soberana y a bancos centrales habría permanecido relativamente constante en torno al 20% y al 80%, respectivamente, aunque con una tendencia al alza de los FRS. En definitiva, la importancia de los activos soberanos externos habría aumentado de manera muy notable en los últimos años, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, por el contexto de fragilidad financiera de Estados Unidos, y la ausencia de otras fuentes de financiación alternativas.

### Consideraciones finales

Los fondos de riqueza soberana y los bancos centrales han desempeñado un papel similar y cada vez más fundamental en la persistencia de los desequilibrios globales: ambos tipos de inversores contribuyen a cubrir las necesidades de financiación de los países con déficit por

4. En efecto: por una parte, los datos de COFER podrían infraestimar la fracción de dólares dentro de las carteras de inversión de los bancos centrales, por la omisión de China, que invertiría una fracción de sus reservas superior a la media en activos de Estados Unidos. Sin embargo, los cambios en las tenencias de reservas incluyen tanto compras de activos de Estados Unidos como efectos valoración y, dado que el dólar ha registrado una tendencia a la depreciación en los últimos años, las compras de dólares habrían sido menores que el valor de las reservas en dólares, sesgo que puede compensar, al menos parcialmente, el anterior.

cuenta corriente (y, en particular, de Estados Unidos), a la vez que evitan el ajuste interno de los países con superávit corriente donde se acumulan estos activos soberanos externos.

Hasta hace apenas unos meses, la aparentemente imparable escalada de los precios de las materias primas y la creciente divergencia de sus niveles medios de la pasada década —en particular, en el caso del petróleo— permitían augurar que los fondos de riqueza soberana adquirirían una creciente relevancia en la financiación de los desequilibrios globales, conclusión reforzada por otro resultado de nuestro análisis: a diferencia de la acumulación de reservas, los costes de la acumulación de activos en fondos de riqueza son, en general, reducidos o nulos. La tendencia a transferir reservas del banco central a fondos de riqueza soberana podría ser un elemento adicional que podría incrementar aún más la importancia relativa de estos últimos. En este escenario —que se contempla en el documento de trabajo de referencia—, los fondos de riqueza soberana podrían continuar incrementando su contribución, tanto absoluta como en relación con las reservas, a la cobertura de las necesidades de financiación de Estados Unidos.

Sin embargo, la evolución económica y financiera reciente ha cambiado drásticamente las perspectivas respecto al papel de los activos soberanos externos en la financiación de los desequilibrios globales, e incluso respecto a la persistencia y magnitud de estos.

Por un lado, el desplome del precio del petróleo puede no solo frenar la acumulación de activos, sino que los fondos de riqueza soberana —que, como se ha observado, son contracíclicos— podrían verse forzados a desinvertir para financiar el gasto público o planes de estímulo de la economía y cubrir caídas de ingresos en sus países de origen. Por otro lado, el incremento de la volatilidad cambiaria en los últimos meses ha afectado de modo muy acusado a las economías emergentes, incluyendo algunas que han acumulado grandes cantidades de reservas y que han tenido que utilizar una parte de ellas para mantener la estabilidad del tipo de cambio. Por ello, cabe esperar que el ritmo de acumulación de reservas por parte de los países emergentes también se haya, al menos, ralentizado.

Además, el fuerte ajuste a la baja de la demanda interna en las economías avanzadas, la consecuente contracción de los flujos comerciales y la corrección de los precios de las materias primas permiten anticipar, asimismo, una notable corrección del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos y unas mayores dificultades para que algunas economías emergentes con elevados superávits externos puedan seguir manteniéndolos.

En definitiva, en un contexto de bajos precios del petróleo y de riesgo de prolongada recesión económica, el papel de los fondos de riqueza soberana y de las reservas será muy distinto al que han desempeñado en los últimos años en la financiación del déficit en Estados Unidos, al tiempo que no puede descartarse —dadas las inciertas perspectivas financieras de este país— una reducción de la exposición de los activos soberanos externos a la divisa estadounidense.

19.1.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2007). «Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation. Assessing the Limits in Emerging Economies», *Moneda y Crédito*, n.º 224 (también Documentos de Trabajo, n.º 0706, Banco de España).
- (2008). *Sovereign External Assets and the Sustainability of Global Imbalances*, Documentos de Trabajo, n.º 0834, Banco de España, de próxima publicación en *Economic Notes*.
- BECK, R., y M. FIDORA (2008). *The impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, ECB Occasional Paper, n.º 91, de próxima publicación en *Review of European Economic Policy*.
- DOOLEY, M., D. FOLKERTS-LANDAU y P. GARBER (2008). *Asia, Interest Rates and the Dollar*, Deutsche Bank Global Markets Research, segunda edición.
- JP MORGAN (2008). *Sovereign Wealth Funds. A bottoms-up primer*.
- SETSER, B., y R. ZIEMBA (2007). *What do we know about the Size and Composition of Oil Investment Fund*, mimeo.