

Los fondos soberanos de inversión en el nuevo entorno

Planta petrolera en Jubail, Arabia Saudita.

Mohamed A. El-Erian

Las compañías estatales de inversiones están bien preparadas para aprovechar nuevas oportunidades y enfrentar nuevos riesgos a medida que la crisis financiera mundial vaya remitiendo

LOS FONDOS soberanos de inversión, fundamentalmente las entidades estatales de inversiones que tienen horizontes a largo plazo, son algunos de los inversionistas mejor preparados para operar en los mercados financieros después de la crisis mundial. Sin embargo, estos fondos también se enfrentan a posibles retos para trazar su rumbo a través de lo que probablemente sea un reajuste movido de la economía mundial durante varios años.

La manera en que los fondos soberanos de inversión hagan frente a estos desafíos será una prueba de su eficacia para invertir la riqueza nacional en beneficio de las generaciones actuales y futuras. También afectará a sus contribuciones a la estabilización de una economía mundial fluida que durante varios años experimentará importantes cambios en las fuerzas sistémicas del crecimiento, el empleo, la riqueza y la creación de bienestar.

En este artículo se consideran tres temas clave: la situación de los fondos soberanos de inversión antes de la crisis financiera

mundial, su situación actual y las implicaciones futuras.

Al estallar la crisis

Tres factores principales definieron la situación en que se encontraban los fondos soberanos de inversión como grupo antes de la fase más aguda de la reciente crisis financiera mundial y de los shocks sociopolíticos y económicos que afectaron a todas las regiones del mundo:

- En consonancia con las características de su “capital paciente” y su orientación a largo plazo, los fondos soberanos de inversión adoptaron gradualmente un enfoque de inversión más audaz, que incluyó una exposición considerablemente mayor al riesgo de capital y de liquidez.

- Los fondos mostraban un mayor conocimiento de la sensibilidad de algunos países industriales a la participación extranjera en los activos físicos nacionales. Como resultado de ese conocimiento, se acordó un conjunto de principios de carácter volunta-

rio (denominados los Principios de Santiago) que hacen hincapié en el establecimiento de estructuras de gobierno transparentes y adecuadas, de requerimientos de regulación e información, y de enfoques de gestión del riesgo y de inversión basados en prácticas comerciales.

- Operaban en un entorno interno muy favorable impulsado por el auge del crecimiento económico interno, la gran acumulación de reservas internacionales y la fácil disponibilidad de crédito.

Cada uno de estos factores se consideró compatible con unos objetivos de rendimientos ajustados por riesgo más altos a lo largo del tiempo. También reflejaban la opinión generalizada en ese momento, tanto en el sector público como en el privado, de que la economía mundial atravesaba un período de “gran moderación” persistente y cíclica, al que algunos denominaron “Ricitos de Oro” (“ni muy caliente, ni muy frío”).

Como en casi todos los sectores económicos y financieros, la contracción de la liquidez mundial y del crédito que siguió a la quiebra del banco de inversión de Wall Street, Lehman Brothers, en septiembre de 2008 pilló por sorpresa a los fondos soberanos de inversión en su conjunto. Prácticamente de un día para otro, y a medida que los mercados se paralizaban, los inversionistas de todo el mundo se vieron golpeados por una revalorización de todos los factores de riesgo, en particular la liquidez. En consecuencia, los mercados mundiales experimentaron bruscas fluctuaciones, en grado diverso, pero apreciable.

Dado que el centro de la tormenta se ubicaba en el sector de los servicios financieros mundiales, las tenencias directas de los fondos soberanos de inversión en las compañías financieras se vieron sujetas a presiones particularmente intensas. Por otra parte, en vez de seguir recibiendo nuevas entradas de capital, algunos fondos soberanos de inversión se vieron obligados a respaldar a otras entidades nacionales (y, en algunos casos, regionales) que debían hacer frente a necesidades agudas y repentinas de efectivo.

Los rendimientos de la inversión desaparecieron

Como resultado de esa situación, los fondos soberanos de inversión se enfrentaron a un cambio radical durante el período de seis meses que concluyó en marzo de 2009: los rendimientos de la inversión se tornaron drásticamente negativos; la gestión del efectivo, las garantías y las contrapartes se convirtieron en prioridades aún más importantes para la gestión del riesgo; surgieron algunas presiones aisladas de liquidez, y se aplazaron las principales decisiones estratégicas hasta que pudiera determinarse más claramente el rumbo del sistema financiero mundial.

A nivel más general, la paralización de los mercados mundiales interrumpió la evolución a largo plazo de la gestión de activos y pasivos en las economías emergentes. Algunas de estas economías prefirieron esperar y ver más claramente los cambios en la economía mundial antes de iniciar las etapas siguientes de su propia evolución, que en muchos casos implicaban cambios importantes en la gestión de sus economías (como la sustitución de los controles directos por una mayor dependencia de los instrumentos indirectos).

También cambió la manera en que muchos países industriales percibían a los fondos soberanos de inversión. Concretamente, algunos países que en el pasado habían recomendado a estos fondos que no tomaran una participación directa en las empresas nacionales comenzaron a promover activamente las inversiones de estos fondos para contrarrestar el impacto sumamente negativo del desapalancamiento del sector privado en el país. La situación cambió radicalmente. Se buscaba el apoyo de los fondos soberanos de inversión para recapitalizar las empresas en dificultades.

Los fondos soberanos de inversión hoy

¿Cuáles son los principales problemas a los que se enfrentarán los fondos soberanos de inversión a medida que la crisis financiera mundial vaya remitiendo? Para responder a esta pregunta hay que examinar con detalle la situación actual de la economía mundial y los cambios que podrían producirse.

Algunos fondos soberanos de inversión ya han avanzado mucho en la formulación e implementación de asignaciones de activos basadas en las expectativas con un enfoque mundial.

Gracias a una enorme inyección de liquidez y de capital del sector público, el sistema financiero mundial comenzó a estabilizarse en 2009. Los principales mercados financieros comenzaron a funcionar con normalidad; las empresas pudieron recuperar el acceso a nuevos fondos a través de la emisión de bonos; y se restableció la confianza en una pequeña gama de relaciones de contraparte.

El sistema financiero mundial ha podido superar el paro cardíaco que sufrió el 15 de septiembre de 2008, el día de la quiebra de Lehman Brothers. Esto se logró gracias a la adopción de medidas creativas y audaces de política económica.

No obstante, dada la gravedad de la crisis financiera mundial de 2008–09, estas medidas no fueron suficientes para contrarrestar totalmente los daños ocurridos en algunos sectores de la economía mundial. El crecimiento económico y el comercio internacional se vieron afectados, el desempleo aumentó drásticamente y, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, los países industriales se vieron particularmente golpeados. La aplicación de medidas audaces también entrañó, inevitablemente, algunos riesgos y consecuencias imprevistas. Las consideraciones no comerciales comenzaron a afectar al funcionamiento y a la valoración de algunos mercados importantes, como el segmento de los títulos con garantía hipotecaria de Estados Unidos. Los balances de los bancos centrales se expandieron considerablemente debido a la adquisición de activos del sector privado. La deuda pública aumentó drásticamente debido al enorme incremento del gasto público para apuntalar la economía y a

la reducción de los ingresos tributarios. Estos elementos generadores de daños colaterales se han convertido en importantes fuerzas impulsoras de los mercados y las economías. Véase, por ejemplo, lo que ocurrió en Europa, donde la crisis de la deuda se transformó en varios shocks regionales que han requerido la aplicación de un enorme programa de medidas de política respaldado por la Unión Europea y el Banco Central Europeo con la ayuda del Fondo Monetario Internacional.

La crisis financiera mundial ha dado paso a una nueva etapa en los shocks sucesivos y plurianuales de los balances. Las inquietudes sobre el sector privado han sido remplazadas por mayores temores con respecto a los balances del sector público de los países industriales, y con razón. El riesgo soberano está en juego. La regulación está en un estado de cambio. La integridad de las instituciones clave está sujeta a presiones. Y los altos niveles de desempleo estructural son un problema económico, político y social.

El nuevo entorno

El fuerte aumento del endeudamiento público, en términos absolutos y como porcentaje del producto interno bruto, es un elemento importante de lo que en PIMCO denominamos el “nuevo entorno”. Aunque aún es demasiado pronto para predecir los distintos componentes de este nuevo entorno, algunos elementos ya son visibles. En los próximos cinco años se producirán cambios importantes que probablemente incluirán los siguientes:

- Una reducción de la tasa tendencial del crecimiento de las economías que apuestan fuerte en el sector financiero.
- Tasas altas y persistentes de desempleo en los países industriales.
- Un cambio drástico en las actividades del mercado que parece apuntar a una mayor participación del gobierno.
- Divergencias profundas entre los países del centro y los de la periferia, principalmente en la zona del euro.
- Un reducción significativa de los riesgos en las actividades y en los balances de los bancos impulsada por la regulación.

En general, la crisis financiera mundial de 2008–09 marcó un final drástico de la gran era del desapalancamiento, el crédito y el derecho al endeudamiento: un período en el cual la gente sintió que tenía el derecho a efectuar grandes compras sobre la base del ingreso esperado en un futuro lejano y las expectativas de una fuerte apreciación de los precios.

En este nuevo entorno seguirán reduciéndose las distinciones entre las economías industriales y las emergentes. También es probable que se produzca un cambio gradual en la caracterización analítica de Estados Unidos: de una economía que opera esencialmente como una gran economía cerrada a otra más susceptible a la evolución en el resto del mundo.

La crisis financiera mundial también ha socavado la posición y la credibilidad del modelo económico anglosajón que hace hincapié en la liberalización, la desregulación, la interconectividad y los mercados sin restricciones. Este modelo contribuyó en gran medida a la convergencia mundial. Dado que no existe una alternativa a este modelo, las mayores presiones en el nuevo entorno podrían eliminar, o incluso revertir, algunos aspectos de la globalización.

Implicaciones para los inversionistas estatales

Conjuntamente, estos factores constituyen un cambio importante en el panorama operativo de los inversionistas mundiales, incluidos los fondos soberanos de inversión. Exigirán la actualización de las estrategias de inversión y de gestión del riesgo, así como de otras estrategias operativas y de negocios.

Los fondos soberanos de inversión se encuentran en una posición ventajosa a la hora de operar en el nuevo entorno: su capital paciente y estable y la orientación a largo plazo de sus objetivos de inversión los coloca en una posición excelente para ser los primeros en actuar. Lo que cabe preguntarse es si están dispuestos a hacerlo. Las exigencias sobre los procesos operativos pondrán a prueba la capacidad de respuesta de las estructuras de los fondos soberanos de inversión, la solidez de sus procesos de inversión y la eficacia de sus actividades de comunicación internas y externas.

Las *estructuras de gobierno* deberán responder a cambios cíclicos y persistentes, pasando oportunamente de una posición “defensiva” a otro “ofensiva”.

Al nivel más fundamental, las instituciones deberán recibir indicaciones generales precisas de los órganos directivos, de manera que los gestores de los fondos soberanos de inversión puedan asignar sus activos en función de sus expectativas a largo plazo y en base a una gestión adecuada de los activos, la liquidez, la contraparte y las garantías.

Además, los marcos para la gestión holística del riesgo deben complementar la diversificación convencional en distintas clases de activos con una gestión focalizada y eficaz en función de los costos de los casos extremos (*tail risks*).

Los órganos directivos de los fondos soberanos de inversión deberán basarse en los gestores y el personal que están equipados con los análisis de expectativas y la tecnología. También deberán contribuir en mayor medida a proteger a los fondos soberanos de inversión de las presiones a favor de respaldar las actividades no comerciales a nivel nacional, regional e internacional.

No pueden establecerse estructuras eficaces que regulen los ámbitos clave de la *gestión de inversiones* de un día para otro. Deberán intensificarse los esfuerzos para establecer procesos que puedan desarrollar de manera dinámica los marcos necesarios y, por lo tanto, asegurar unas decisiones de inversión caracterizadas por un grado relativamente alto de convicción y fundamento.

Para operar de manera eficaz en este nuevo entorno se requiere, en primer lugar, una posición defensiva firme en forma de una gestión prudente del efectivo, la liquidez, la contraparte y las garantías.

Como señala de manera ejemplar Donald Sull (Sull, 2009) de la London Business School en su detallado estudio, en el nuevo entorno también se requerirá *capacidad de adaptación y agilidad institucional*.

En teoría, los fondos soberanos de inversión tienen una capacidad de adaptación y una agilidad mucho mayor que otros inversionistas. Por ejemplo, al no tener el sesgo nacional que obliga a muchos inversionistas a operar principalmente en valores nacionales, algunos fondos soberanos de inversión ya han avanzado mucho en la formulación e

implementación de asignaciones de activos basadas en las expectativas con un enfoque mundial. Estas consideraciones no deben pasar por alto que los fondos soberanos de inversión operan en un contexto sociopolítico complejo, en el país y en el exterior. Por lo tanto, deben tener la confianza de sus patrocinadores políticos y de la sociedad en general.

La comunicación se considera un elemento esencial para asegurar la aceptación del público en épocas buenas y malas. La crisis financiera mundial ha puesto de relieve la importancia de establecer un entorno adecuado para que los políticos y otros grupos puedan evaluar la situación de las carteras de los fondos soberanos de inversión. Esto requiere un mayor grado de divulgación de información que en el pasado, y varios fondos soberanos de inversión ya han redoblado sus esfuerzos en este sentido.

El establecimiento de mecanismos regulatorios y de comunicación adecuados ayudará a reducir el riesgo de que los grupos de intereses influyan de manera inadecuada en los fondos soberanos de inversión. Lo esencial es divulgar la información sobre los objetivos, la estrategia global y los indicadores de la evaluación a mediano plazo de manera oportuna y con mayor claridad.

Actualización necesaria

Después de la crisis financiera mundial, el mundo se encuentra en medio de importantes shocks cíclicos y de reajustes persistentes. El nuevo entorno requerirá una actualización de casi todos los segmentos de la economía mundial.

Aunque no pudieron evitar totalmente la crisis financiera mundial, los fondos soberanos de inversión se han recuperado bien y están preparados para operar en el nuevo entorno. De hecho, su capital paciente y la orientación a largo plazo de sus objetivos de inversión son el mejor conjunto de características que deberían tener prácticamente todos los inversionistas mundiales.

No cabe suponer ni mucho menos que los fondos soberanos de inversión puedan aprovechar automáticamente su ventaja. El éxito requerirá mejorar continuamente la capacidad de respuesta institucional de los fondos soberanos de inversión a los desafíos que se planteen en el ámbito de la gestión de gobierno, los procesos de inversión y la comunicación.

Estos avances no serán fáciles de lograr. Es posible que alejen a algunos de estos fondos del entorno operativo al que están acostumbrados, y entrañan riesgos. No obstante, dada la magnitud de los cambios de la economía mundial ahora y en el futuro, la alternativa tradicional de funcionar como de costumbre plantearía aun mayores riesgos. ■

Mohamed A. El-Erian es Director Ejecutivo y Co-Director de Inversión de la empresa mundial de gestión de inversiones PIMCO. En este artículo se expresan las opiniones del autor, pero no necesariamente las de PIMCO.

Referencia:

Sull, Donald, 2009, *The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World* (Londres: Harper/Collins Press).

FMI LIBROS
La librería del FMI en Internet



IMF Glossary: English-French-Spanish, 7th edition

Servicios Lingüísticos del Fondo Monetario Internacional

La séptima edición del Glosario del FMI: inglés-francés-español contiene más de 4.000 entradas consideradas de máxima utilidad para los traductores que trabajan con documentos y textos del FMI. El cuerpo principal de este glosario se compone de términos, unidades fraseológicas y nombres de cargos institucionales que se utilizan con frecuencia en los campos de macroeconomía, moneda y banca, finanzas públicas, tributación, balanza de pagos, estadísticas, contabilidad y desarrollo económico. Los apéndices contienen una lista de las unidades monetarias de los países, organigramas, e índices en francés y español.

US\$49. 2007. 507 págs. Rústica.

ISBN 978-1-58906-645-8. Stock# GLOEA2007001

Solicítelo dirigiéndose a www.imfbookstore.org/glossaries