

David ALONSO MUNTANÉ

ACUMULACIÓN DE RESERVAS DE DIVISAS Y
APARICIÓN DE FONDOS SOBERANOS EN LAS
ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

*Trabajo Final de Carrera
dirigido por
Dr. Joan RIPOLL i ALCÓN*

Universidad Abat Oliba CEU
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES
Licenciatura en Economía

2012

Resumen

El presente Trabajo Final de Carrera pretende analizar de forma estructurada los Fondos de Riqueza Soberana, uno de los actores de mayor relevancia dentro de la economía mundial en los últimos años; sobre el cual se tiene poca información, debido principalmente a su falta de transparencia.

Este estudio parte de un primer análisis a nivel macroeconómico sobre las razones de creación de estos fondos, y sobre como empiezan a tomar importancia dentro del panorama económico actual. A partir de aquí, se desarrolla el estudio sobre los países emergentes de Asia, que utilizan estos Fondos de Riqueza Soberana como vehículos para la canalización de sus inversiones hacia el exterior, con el objetivo de diversificar sus ingresos económicos, y garantizar el desarrollo futuro tanto del país como de la población.

Finalmente, el trabajo aborda el caso de Emiratos Árabes Unidos, un país con un gran número de Fondos de Riqueza Soberana, que están tomando participaciones en algunos sectores estratégicos de muchas economías desarrolladas.

Resum

Aquest Treball Final de Carrera pretén analitzar de manera organitzada els Fons de Riquesa Sobirana, un dels actors amb major rellevància dins de l'economia mundial en els últims anys; sobre el qual es té poca informació, degut principalment, a la seva manca de transparència.

Aquest estudi parteix d'un primer anàlisi a nivell macroeconòmic sobre les raons de creació d'aquests fons, i sobre com comencen a agafar importància dins del panorama econòmic actual. A partir d'aquí, es desenvolupa l'estudi sobre els països emergents d'Àsia, que utilitzen aquests Fons de Riquesa Sobirana com a vehicles per a canalitzar les seves Inversions cap a l'exterior, amb l'objectiu de diversificar els seus ingressos econòmics, i garantir el desenvolupament futur, tant del país com de la població.

Finalment, el treball aborda el cas dels Emirats Àrabs Units, un país amb un gran número de Fons de Riquesa Sobirana, que estan prenen posicions en alguns sectors estratègics de moltes economies desenvolupades.

Abstract

This final degree project tries to analyze, in an organized way, the Sovereign Wealth Funds, one of the most relevant actors in the global economy over the past few years. We have very little information about it by now, because of its lack of transparency.

This study starts from a first macroeconomic analysis about the reasons for creating these funds and how they are increasing their importance in the current economic situation. At the same time, the analysis focuses on emerging Asia countries using these Sovereign Wealth Funds as vehicles for channelling their investments, both national and international, with the aim of diversifying their income, and guarantee the future development of both the country and the population.

A final chapter analyzes more precisely the case of the UAE, a country with a large number of Sovereign Wealth Funds, which are taking shares in some strategic sectors of many developed economies.

Palabras claves

Fondo de Riqueza Soberana – Superávit por cuenta corriente – Petróleo – Países emergentes - Transparencia – Asia – Reservas internacionales – Control accionarial

Sumario

INTRODUCCIÓN	7
I.- ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES	9
1. Origen y razones para acumular reservas	9
2. Aumento de las reservas internacionales	12
3. Consecuencias de la acumulación de reservas internacionales	15
II.- APARICIÓN DE FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA	19
1. ¿Qué es un Fondo de Riqueza Soberana?	19
2. Clasificación de los Fondos de Riqueza Soberana	20
2.1.- Clasificación según los datos disponibles	20
2.2.- Clasificación según su naturaleza	21
2.3.- Clasificación según el objetivo que persiguen	22
3. Objetivos estratégicos	23
4. Impacto macroeconómico de los FRS en los países desarrollados	25
III.- FONDOS SOBERANOS EN LOS PAÍSES EMERGENTES DE ASIA	29
1. Posicionamiento de los FRS asiáticos en la economía mundial	29
1.1.- Hegemonía de China y los países del Golfo Pérsico	30
2. Liderazgo de los países emergentes de Asia	33
3. Posicionamiento a medio plazo	45
4. Transparencia de los Fondos de Riqueza Soberana	46
4.1.- Índice de transparencia	47
IV.- ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA DE EAU	49
1. Características del país	49
1.1.- Importancia económica	51
2. Los Fondos de Riqueza Soberana de Emiratos Árabes Unidos	52
2.1.- Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	53
2.2.- International Petroleum Investment Company (IPIC)	55
2.3.- Investment Corporation of Dubai (CIE)	56
2.4.- Mubadala Development Company (MDC)	57
2.5.- RAK Investment Authority (RIA)	59
2.6.- Emirates Investment Authority (EIA)	60
2.7.- Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	61
CONCLUSIÓN	63
Bibliografía	65

Índice de gráficos

Gráfico 1: Reservas internacionales de las economías emergentes.	9
Gráfico 2: Balanza de pagos por cuenta corriente (2003-2010).	10
Gráfico 3: Evolución de las reservas internacionales en las economías desarrolladas y en las economías emergentes.	12
Gráfico 4: Evolución del precio del petróleo.	13
Gráfico 5: Reservas internacionales en economías emergentes.	14
Gráfico 6: Porcentaje de cada moneda en las tenencias de reservas internacionales (2011).	17

Índice de tablas

Tabla 1: Principales economías que acumulan reservas internacionales.	12
Tabla 2: División de los Fondos de Riqueza Soberana	21
Tabla 3: Participaciones significativas de algunos Fondos de Riqueza Soberana en grandes empresas mundiales.	25
Tabla 4: Mayores países asiáticos por volumen de activos en FRS.	29
Tabla 5: Países asiáticos por volumen de activos en FRS.	30
Tabla 6: Países de Oriente Próximo y sus Fondos de Riqueza Soberana.	32
Tabla 7: Todos los Fondos de Riqueza Soberana de países asiáticos.	34
Tabla 8: Índice de transparencia de los diez mayores FRS de Asia.	48
Tabla 9: Los siete FRS de los Emiratos Árabes Unidos.	52
Tabla 10: Intencionalidad geográfica de inversión del FRS ADIA.	54
Tabla 11: Las diez áreas de inversión del Fondo de Riqueza Soberana ADIA.	54
Tabla 12: Empresas propiedad del FRS Investment Corporation of Dubai.	57
Tabla 13: Empresas propiedad del FRS Mubadala Development Company.	59

Índice de figuras

Figura 1: Acumulación de activos soberanos externos.	26
Figura 2: Situación de Emiratos Árabes Unidos.	49
Figura 3: Organización de las inversiones del FRS RAK Investment Authority.	60

INTRODUCCIÓN

Este estudio sobre “Acumulación de reservas de divisas y aparición de fondos soberanos en las economías emergentes de Asia”, nace con la voluntad de llegar a conocer en profundidad uno de los vehículos de inversión de las nuevas economías emergentes, los Fondos de Riqueza Soberana (FRS de ahora en adelante). En especial, queremos centrarnos en el continente asiático ya que, dadas sus circunstancias económicas actuales, se está erigiendo como la referencia en este siglo XXI, y algunos de sus países se van a convertir en grandes potencias mundiales en las próximas décadas. Los casos más evidentes son China e India, seguidos de otros países como Indonesia, Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudí, etc.

Debido a la juventud o precocidad de los FRS (la mayor parte de ellos han sido gestados en la última década), existe poca información fiable al respecto, y son pocos los documentos que recogen de una manera ordenada, clara y transparente este fenómeno reciente. Esta circunstancia supone un obstáculo de partida, pero supone al mismo tiempo un reto: conseguir analizar de una manera organizada estos fondos y plasmar con una cierta coherencia la información que existe al respecto.

El trabajo ha sido estructurado en cuatro partes. Un primer capítulo, repasa cuál es el origen de la creación de estos FRS, cómo la acumulación de reservas internacionales por parte de muchas economías emergentes es canalizada mediante estos fondos, para ser invertidas en empresas nacionales o extranjeras, como si de un fondo de inversión privada se tratara, pero sin dejar de ser un ente público. Como veremos, esta acumulación de divisas sucede en países con una de estas dos características bien marcadas: o bien un superávit por cuenta corriente debido a su condición meramente exportadora, o derivado de la explotación, comercialización y exportación de los recursos naturales de los que goza el país, unido al hecho de que, generalmente, estos suponen un porcentaje muy elevado sobre el PIB nacional. China sería un claro ejemplo que cumple la primera característica, y los países del Golfo Pérsico, por ejemplo, serían un claro valedor de la segunda, sin descartar, lógicamente, otros países que veremos en este trabajo.

El segundo capítulo entra en mayor profundidad en el análisis de estos vehículos de inversión, empezando por una definición sobre qué se entiende por FRS, y repasando otros aspectos como: historia, clasificación según los datos disponibles, la naturaleza, el

objetivo que persiguen, etc. Sobretudo se hace hincapié en el impacto macroeconómico que estos fondos tienen dentro de los países desarrollados, analizando el movimiento de los flujos financieros, y siendo conocedores del volumen de activos en gestión (consecuentemente, susceptibles de ser invertidos) de los que gozan los FRS mundiales. En el tercer capítulo, el estudio se cierra ya sobre los FRS de los países emergentes de Asia, y evalúa cuál es su posicionamiento dentro de la economía mundial, poniendo de manifiesto su gran relevancia dentro del contexto económico que vivimos. Asimismo se hace un breve repaso sobre los países que cuentan con este tipo de fondos, con el objetivo de evaluar la magnitud que este fenómeno puede acontecer en un futuro no muy lejano.

Como culminación de nuestro estudio por los FRS de las economías emergentes de Asia, hemos querido estudiar con una mayor profundidad (en ocasiones dificultada por una falta de transparencia del país acerca de sus fondos) el caso de los Emiratos Árabes Unidos, un país que cuenta con siete fondos de este estilo; los cuales provienen, principalmente, de la explotación y exportación del petróleo. Además, cuenta con el mayor FRS del mundo, el *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, con un volumen de activos estimado en 627 miles de millones de dólares, a finales del año 2011. En este cuarto capítulo hemos podido comprobar de primera mano, la opacidad de datos tales como: volumen de activos gestionados, compañías en las que invierten, rentabilidades anuales, etc.

I.- ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

1. Origen y razones para acumular reservas

A nivel macroeconómico, algo está cambiando en la estructura de la economía mundial del siglo XXI, sobretudo en la última década, cuando los gobiernos de las economías emergentes han ido acumulando considerables tenencias en activos financieros exteriores, básicamente en forma de reservas internacionales, tal y como muestra el Gráfico 1, y canalizándolos en muchas ocasiones mediante FRS hacia la inversión directa al exterior. Consecuentemente, esta acumulación de reservas se traduce en un ritmo de inversión cada vez más rápido de estos países en los mercados financieros mundiales, acompañado de un mayor volumen, convirtiéndose en un importante tema de análisis y estudio dentro de la política económica actual.

Gráfico 1: Reservas internacionales de las economías emergentes.

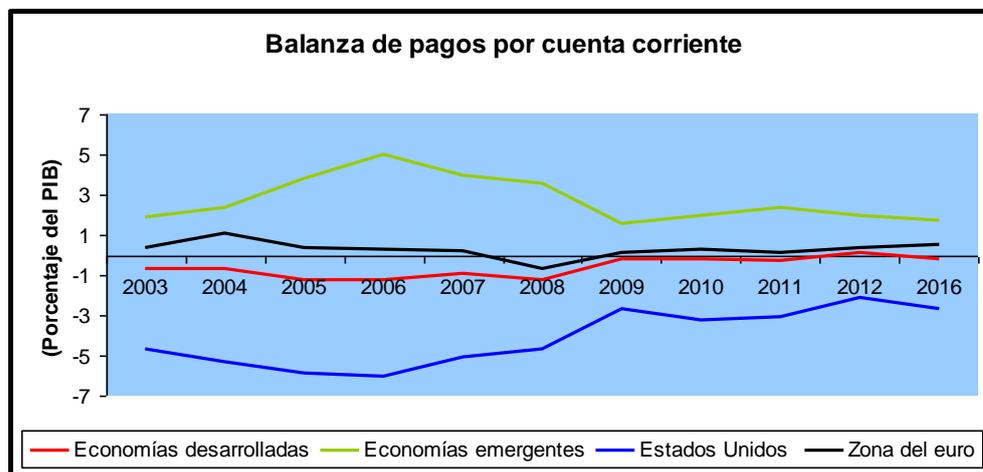


Fuente: FMI, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

La realidad demuestra que las economías emergentes se están convirtiendo en países exportadores netos de capital y proveedores de recursos financieros a las economías más desarrolladas, que se caracterizan en los últimos años por tener elevados déficits por cuenta corriente. Por el lado de las economías con superávit, China y los países exportadores de petróleo son los principales protagonistas de este fenómeno, con superávits del 10% y 25% del PIB respectivamente. Por el lado deudor, Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente se sitúa en torno al 3,2% del PIB en el año 2010, y algunos países de la Eurozona, como por ejemplo, Grecia, Portugal y España,

con un 11%, 10% y 5% respectivamente, acaban de completar los actores principales de la actualidad económica. No hace falta afirmar que estos desequilibrios globales son insostenibles a largo plazo, como se puede apreciar en el Gráfico 2:

Gráfico 2: Balanza de pagos por cuenta corriente (2003 -2010).



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.

Los superávits por cuenta corriente¹ se traducen en ahorro del sector privado o bien, del sector público, que se reinvierten en el exterior. Lo que resulta sorprendente de muchas economías emergentes es que los superávits se transforman, en su mayor parte, en acumulación de activos financieros exteriores del sector público y no en salidas de capital del sector privado, como sería el caso lógico de las economías desarrolladas. De esto se deduce que una gran parte de las ganancias presupuestarias que han obtenido las economías emergentes se han estado canalizando hacia los mercados financieros internacionales por medio de salidas de capital en forma de reservas internacionales o por medio de FRS, es decir, con instituciones de titularidad pública.

Según el boletín mensual del BCE (2009), existen diferentes teorías o criterios que analizan la razón de la acumulación de estas reservas internacionales. En primer lugar, hasta el momento actual, las razones para mantener reservas internacionales tenían su razón de ser en las necesidades del banco central en la gestión de la política cambiaria y su influencia en las transacciones comerciales y financieras. Estas necesidades

¹ En la balanza por cuenta corriente están registrados todos los cobros y pagos que proceden del comercio de bienes y servicios por un lado, y de las rentas y transferencias, en forma de beneficios, intereses o bien dividendos, obtenidos con el capital invertido en algún otro país. Así pues, la balanza por cuenta corriente queda dividida en cuatro grandes bloques: la balanza comercial, la balanza de servicios, la balanza de rentas y la balanza de transferencias.

incluyen desde la financiación temporal de las importaciones, la intervención en el mercado de divisas, o por ejemplo, el hecho de compensar una salida de capital. Y por lo tanto, podríamos decir, que el carácter de dichas reservas sería por motivos de seguridad financiera, para defenderse de ataques especulativos en los mercados de divisas. Por otro lado, otra razón más actual para acumular reservas internacionales tiene su origen en posiciones meramente mercantilistas, es decir, como resultado de los regímenes cambiarios de algunos países que se fijan como objetivo la competitividad internacional del tipo de cambio de su moneda, y como consecuencia fomentan un crecimiento basado fundamentalmente en sus exportaciones. Según RIPOLL (2006), la acumulación de reservas por parte de las economías persigue los siguientes objetivos:

- Como mecanismo para defenderse de ataques especulativos (como comentado anteriormente).
- Tener una mayor liquidez que reduzca la probabilidad de crisis.
- Disminuir los costes de las crisis financieras, haciéndolas menos severas.
- Como mecanismo de cobertura de los depósitos en moneda extranjera.
- Ausencia de mercados amplios y profundos.

Por el contrario, la razón de ser de los FRS está fundamentada, bien en poder suavizar la evolución de los recursos fiscales a lo largo del ciclo que acompaña a los precios de las materias primas, o bien en gestionar e invertir parte de los ingresos que provienen de la explotación de las materias primas, para hacer extensivos estos beneficios a generaciones futuras; y así, poder diversificar la estructura productiva de este país, pensando en la escasez de unos recursos naturales no renovables y que cuestionan la viabilidad a largo plazo de la estructura económica del país.

Según RAUTAVA (2008) podríamos destacar dos grandes grupos, según la procedencia de los grandes volúmenes de activos exteriores acumulados por parte de las economías de los países emergentes. Un primer grupo sería el formado por los países que gozan de grandes recursos naturales, y que en los últimos años se han visto beneficiados por el aumento de los precios. En este grupo incluiríamos tanto a los países ricos en petróleo como en otras materias primas. Otro segundo grupo sería el que ha acumulado estas cantidades de recursos exteriores debido a los ingresos procedentes de superávits comerciales gracias al régimen cambiario que han querido adoptar, el ejemplo más claro de este segundo grupo es el caso de China. En definitiva, según el FMI, los países que en 2011 tenían más reservas eran (recordamos que en el

apartado de reservas internacionales no aparecen los importes acumulados en los FRS) los que recoge la Tabla 1:

Tabla 1: Principales economías que acumulan reservas internacionales.

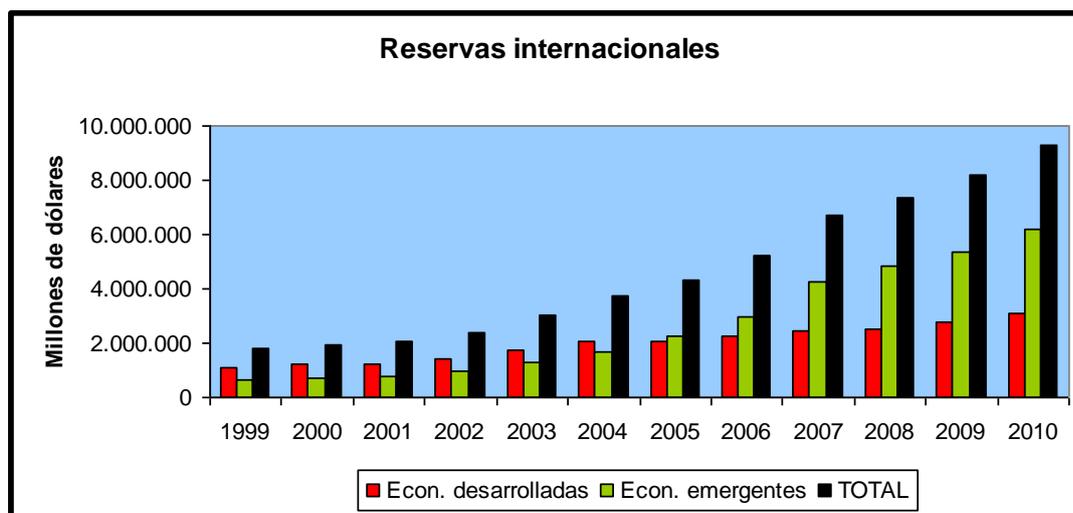
Principales economías que acumulan reservas internacionales	
<i>País</i>	<i>Miles de millones de dólares en reservas (2011)</i>
1. China	3.479,5
2. Japón	1.096,2
3. Rusia	527,4
4. Brasil	366,1
5. India	319,7

Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.

2. Aumento de las reservas internacionales

La acumulación de reservas internacionales está siendo un fenómeno cada vez más generalizado dentro de la economía mundial, ya que economías de pequeña dimensión, como por ejemplo Qatar o Malasia, incluso están acumulando niveles considerables de tenencias (comparando estos valores en porcentaje de reservas respecto al PIB de la economía, de tal manera que sea posible la comparativa entre países). En los últimos diez o doce años, las reservas internacionales han aumentado de manera considerable, tal y como muestra el Gráfico 3:

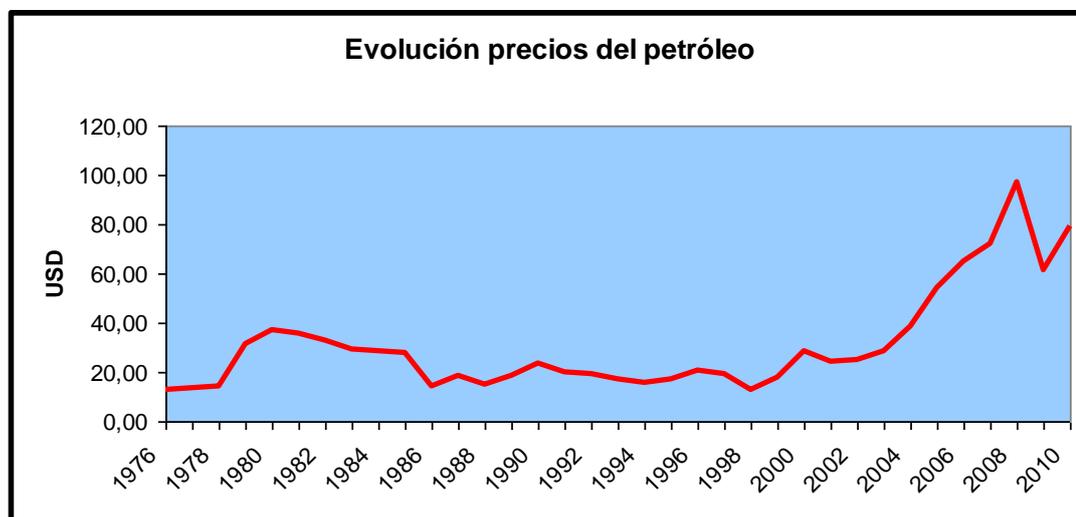
Gráfico 3: Evolución de las reservas internacionales en las economías desarrolladas y en las economías emergentes.



Fuente: FMI, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

Analizando por separado las economías emergentes y las economías desarrolladas vemos que no han tenido un comportamiento parejo, aunque si una misma tónica creciente. Podemos observar que el incremento de las economías emergentes ha sido mayor ya que han multiplicado prácticamente por diez su tenencia en reservas internacionales en los últimos doce años, pasando de aproximadamente 660 mil millones de dólares en 1999 a 6.166 miles de millones en 2010. El caso más destacable es el de China, cuya proporción de reservas internacionales ha pasado de un 9% en 1999 hasta más de un 30% en la actualidad, es decir, que prácticamente una tercera parte de las reservas internacionales en todos los países del mundo está en manos de China. Las economías desarrolladas, por su parte, aunque también han aumentado la tenencia en reservas internacionales no lo han hecho en la misma proporción que los países emergentes, podríamos decir que en estos doce años han duplicado o casi triplicado sus tenencias en reservas internacionales. Una de las razones fundamentales que puede dar explicación a tales niveles de crecimiento, sobretudo en el grupo de economías que gozan de una considerable riqueza en recursos naturales, es la gran escalada de los precios del petróleo de la última década (Gráfico 4), que ha llegado a multiplicarse por diez (aunque descendiendo estos últimos tres años):

Gráfico 4: Evolución del precio del petróleo.



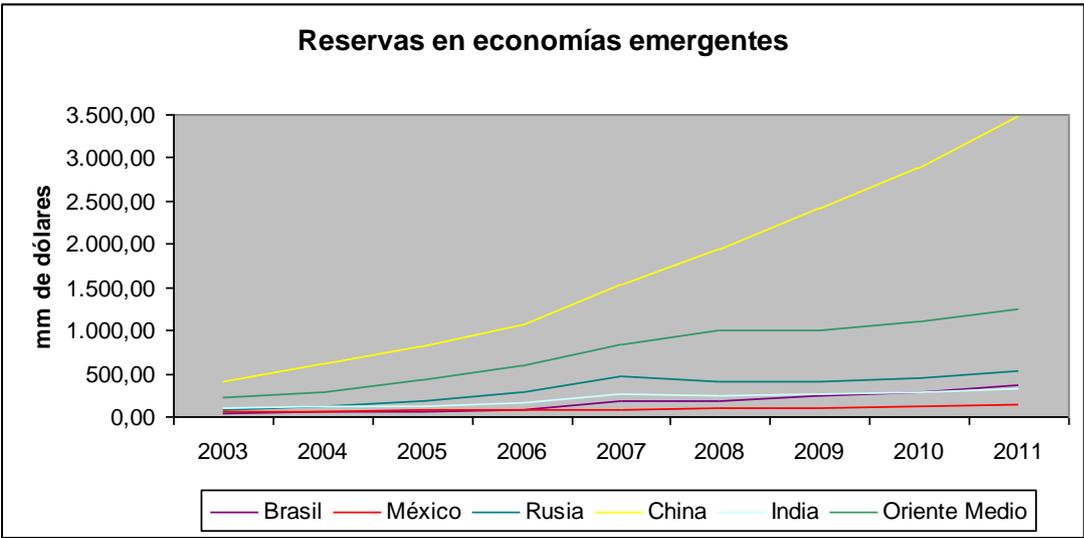
Fuente: BP Statistical Review of world energy (June 2011)

Sin embargo, debemos tener en cuenta que no todos los países que han ido acumulando reservas internacionales, son exportadores de petróleo. De hecho, estos países ricos en petróleo representan una proporción más bien pequeña de la cantidad total de reservas internacionales en poder de los países emergentes. Este crecimiento relativamente moderado, que a simple vista parece extraño por la importancia de los

países exportadores de petróleo dentro de la economía mundial, se debe atribuir básicamente, a la acumulación de activos exteriores que van quedando en poder de los FRS, y que no son incluidos en la categoría de reservas internacionales, siendo de la misma forma de titularidad pública.

Como podemos ver en el Gráfico 5, la mayor parte de las reservas internacionales acumuladas están concentradas en países emergentes, donde China es el principal valedor. Otras economías emergentes, como por ejemplo los países de América Latina también están aumentando sus tenencias en relación al tamaño del PIB del país, sin embargo, resultan pequeñas en volumen a nivel mundial. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), a finales del año 2011, existía un volumen total de reservas internacionales acumuladas en los países emergentes y en desarrollo de más de 7.500 miles de millones de dólares, con un crecimiento espectacular (más de diez veces) en la última década, ligado, en gran parte al espectacular crecimiento de la economía china.

Gráfico 5: Reservas internacionales en economías emergentes.



Fuente: FMI

Si nos centramos en el caso de los activos de los FRS, observamos que están concentrados en economías ricas en recursos naturales, sobretodo, exportadoras de petróleo, que a su vez están incluidos dentro de la categoría de economías emergentes dado su rápido crecimiento en los últimos años producido por el espectacular crecimiento del precio del petróleo. Según datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), los activos bajo administración de los FRS se incrementaron en el año 2011,

consiguiendo una cifra sin precedentes, con un volumen de casi 5.000 miles de millones de dólares. Según datos de la misma fuente, estas mismas economías también poseen 8.100 miles de millones de dólares en reservas oficiales (como hemos comentado anteriormente, 7.500 están en manos de economías emergentes y países en desarrollo), y 7.200 miles de millones están en otros vehículos de inversión pública como pueden ser fondos de reserva de pensiones y fondos de desarrollo. Así pues, si hacemos este simple cálculo, observamos como los gobiernos de estos fondos (la mayor parte de ellos economías emergentes) tiene acceso a un volumen total de fondos de 20 billones de dólares.

Sin embargo, no todo son similitudes entre la acumulación de reservas internacionales y el incremento de los activos de los FRS. Por ejemplo, las mismas causas o razones de estos incrementos son diferentes; mientras que la acumulación de reservas cumple el objetivo de autoasegurar al país contra las posibles crisis financieras por un lado, y el de poder controlar la evolución del tipo de cambio por otro, la creación de un FRS se fundamenta en otros parámetros. Por ejemplo, en rebajar la evolución de los recursos fiscales a lo largo de los movimientos del precio de las materias primas, para poder hacer extensivos los beneficios obtenidos en el presente de cara a nuevas generaciones, y consecuentemente, diversificar la estructura productiva cambiando la dependencia que tienen estos países de sus recursos naturales. En definitiva, analizando de manera generalizada podríamos afirmar que tanto el incremento de los activos de los FRS como el de las reservas es una decisión de política económica del país. Además, la decisión de aumentar las reservas internacionales responde a una manera de actuar más proteccionista de cara al futuro inmediato, sin embargo, la decisión de aumentar los activos de los FRS responde a una decisión más prudente, pensando en el largo plazo de la sociedad que vive en ese país.

3. Consecuencias de la acumulación de reservas internacionales

A consecuencia de la acumulación de estas grandes cantidades de reservas internacionales por parte de muchos países, se plantea la pregunta sobre si esta acumulación no será excesiva desde un punto de vista normativo. No hay un denominador común que determine cuáles son aquellos niveles adecuados de reservas, la mayoría de las reglas sugieren que las reservas internacionales deberían cubrir tres meses completos de importaciones o la totalidad de la deuda a corto plazo del país. Sin embargo, en la actualidad, las reservas internacionales en poder de estas

economías han crecido muy por encima de estas dos premisas, incluso superando la suma de los dos conceptos.

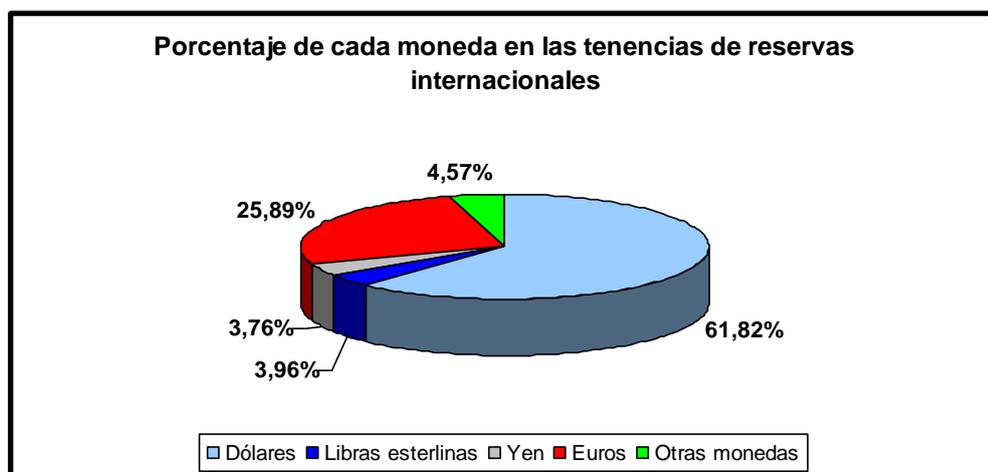
Dejando de lado esta excesiva acumulación desde un punto de vista normativo, y a partir de ALLEN y CARUANA (2008), nos queremos centrar en la evaluación de los costes y/o beneficios que conlleva la tenencia de reservas internacionales:

- Costes fiscales: los costes desde el punto de vista del sector público, se suelen considerar como la diferencia entre el tipo de interés al que cada país remunera la deuda pública interna y el rendimiento generado por las reservas internacionales.
- Costes desde una perspectiva macroeconómica: el coste de poseer y mantener estas reservas se entiende como el diferencial entre el interés de los préstamos externos privados a corto plazo y el rendimiento que generan los activos exteriores.
- El coste social sería el coste de oportunidad por el hecho de no invertir en la economía del país.

Todos estos costes deberían compararse con los beneficios derivados de la tenencia de estas reservas internacionales, la forma más clara de realizar este análisis es considerar únicamente el exceso de reservas con los que sería necesario a efectos de transacción, tal y como hemos comentado previamente. Por lo tanto, podemos afirmar que cuando la cantidad de reservas internacionales sea tan elevada que supere a los niveles normativos, los costes derivados a sus respectivas economías serán elevados.

Por último, otra de las consecuencias a considerar es la repercusión de la rápida acumulación de reservas internacionales en los mercados emergentes para las economías industrializadas, en particular la zona euro y Estados Unidos, donde se invierte la mayor parte de las reservas. Los bancos centrales de las economías emergentes están contribuyendo cada vez más en la financiación del déficit por cuenta corriente de estos países industrializados, como es el caso de China con Estados Unidos, y a que los tipos de interés se mantengan bajos por el hecho de invertir una buena parte de sus reservas internacionales en deuda pública de estos países. Además, siendo este razonamiento correcto, los países con tipos de cambio referenciados al dólar tienen muy difícil diversificar su cartera de reservas ya que estas acciones serían incoherentes con el marco global de su política cambiaria.

Gráfico 6: Porcentaje de cada moneda en las tenencias de reservas internacionales (2011).



Fuente: FMI, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

La composición por monedas en el total de reservas internacionales de la economía mundial (Gráfico 6) refleja la gran importancia que todavía tienen las tenencias en dólares, ya que suponen más del 60 % del total. Aunque debemos remarcar que en la última década las tenencias en dólares han ido cediendo terreno a favor de las tenencias en euros. Podríamos destacar dos motivos principales de tal situación; en primer lugar, la aparición e importancia del euro como una moneda fuerte a nivel mundial que ofrece una alternativa al dólar, fruto de una política monetaria sostenible y orientada a la estabilidad (teniendo en cuenta los datos hasta finales del año 2011). En segundo lugar, este cambio podría reflejar la decreciente importancia de los motivos de transacción en la gestión de reservas de los bancos centrales, ya que, como hemos comentado con anterioridad, muchas economías emergentes han acumulado reservas incluso por encima de los niveles de aseguramiento; estos motivos de transacción fomentaban el uso del dólar como moneda de reserva.

II.- APARICIÓN DE FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

1. ¿Qué es un Fondo de Riqueza Soberana?

Como acabamos de ver en el capítulo anterior, en muchas ocasiones, la recepción de estas cantidades tan elevadas de flujos financieros por parte de las economías emergentes, son canalizadas al exterior mediante los FRS. Como ya se ha comentado, este tipo de fondos no se incluyen dentro del volumen de acumulación de reservas internacionales, sino que siendo también de titularidad pública merecen una clasificación independiente. Sin embargo, tanto la acumulación de reservas internacionales como los FRS pueden ser considerados activos soberanos externos.

No existe una definición clara y unificada de aquello que puede considerarse como Fondo de Riqueza Soberana, aunque según el texto del *U.S. Treasury* recogido en RISKMETRICS GROUP (2008), podríamos afirmar que abarca a aquellas entidades de titularidad pública que acumulan e invierten los recursos excedentes del Estado (aunque pueden ser gestionadas como si de entidades privadas se tratara). Otra segunda característica a tener en cuenta es que no están sujetos a un flujo constante y comprometido de pagos o de devolución de capital, como ocurre con otros fondos de entidad pública, por ejemplo los fondos de pensiones. Y por último, podemos afirmar que se gestionan de manera independiente a las reservas internacionales oficiales.

La ventaja de estos FRS recae en la importancia de la segunda característica mencionada en el párrafo anterior, es decir, la ausencia de pagos comprometidos o de devolución del capital en un tiempo prefijado. Esta ausencia favorece y posibilita la aplicación de estrategias de inversión a largo plazo (como son la mayor parte de inversiones de este tipo de fondos). Por lo tanto, podríamos decir que los FRS tienen más similitudes operativas con los fondos de inversión privados que con los fondos de inversión públicos. Además, esta ausencia de obligaciones de pago en un tiempo prefijado, influye de manera directa en la disposición de asumir riesgos, ya que, está comprobado, que los fondos de inversión con pagos periódicos tienen mayor exposición a la renta fija que a la renta variable. Asimismo, el análisis de los mayores FRS del mundo revela una preferencia por la exposición en inversiones extranjeras, incluso llegando a límites donde la totalidad de la cartera de inversión del fondo está en activos de otros países, en lugar de activos del propio país.

Aunque en muchas ocasiones uno puede pensar que los FRS gozan de una larga tradición dentro de las economías más avanzadas del mundo, en realidad no es así; de hecho el concepto propio de Fondo de Riqueza Soberana fue plasmado por primera vez en el artículo “*Who holds the wealth of nations?*” (Central Banking Journal, 2005); donde se describe el cambio en la gestión de las reservas internacionales dentro de muchas economías mundiales, sobretudo en aquellas economías emergentes ricas en materias primas que reciben grandes ingresos por su comercialización.

Aunque este tipo de fondos ya existía desde hace algunas décadas, es cierto que en los últimos diez años el número de FRS ha aumentado de manera notoria, siendo en la actualidad más de 60 en todo el mundo.²

2. Clasificación de los Fondos de Riqueza Soberana

Una vez explicado qué se entiende por Fondo de Riqueza Soberana, vamos a clasificarlos según su naturaleza, puesto que si bien el objetivo final de todos los fondos de titularidad pública es el mismo, o como mínimo, persiguen un objetivo común, las formas de canalización y gestión suelen ser diferentes.

2.1.- Clasificación según los datos disponibles

Comúnmente, según los datos disponibles y el marco institucional, los FRS se dividen en tres grandes bloques:

- Los FRS estándar y con difusión de datos.
- Los FRS Soberana estándar pero sin difusión de datos.
- Los FRS que son incluidos en el balance del banco central de cada país.

El primer grupo (FRS estándar con difusión de datos) comprende todos aquellos FRS que proporcionan información sobre su dimensión y sobre las transferencias recibidas; esta información es útil para poder cuantificar la evolución de estos fondos de una manera bastante certera, sin lugar a hipótesis ni especulaciones. Mientras que para

² Se tiene constancia que el primer Fondo de Riqueza Soberana fue creado en Kuwait en el año 1953 a consecuencia de los ingresos procedentes de la exportación del petróleo, y tres años más tarde, en el año 1956 se creó en Kiribati otro fondo derivado, en este caso, de los ingresos obtenidos a partir de la exportación de fosfatos utilizados en fertilizantes.

poder cuantificar la evolución del segundo grupo (FRS estándar sin difusión de datos), se debe recurrir a estimaciones de activos y transferencias a partir de los datos de los resultados fiscales, de la balanza de pagos o de información complementaria. Por último, el tercer grupo, donde el FRS está incluido en el balance del banco central, por lo tanto todos sus activos se encuentran dentro de las reservas internacionales, y consecuentemente, se puede estimar la dimensión y evolución de los fondos, observando el comportamiento de las reservas internacionales. En la Tabla 2 podemos observar qué países quedan englobados en cada una de las divisiones mencionadas anteriormente:

Tabla 2: División de los Fondos de Riqueza Soberana.

FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA ESTÁNDAR		FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA INTEGRADO EN EL BANCO CENTRAL
Divulgados	Sin divulgar	
Noruega	Emiratos Árabes	Arabia Saudí
Venezuela	Unidos	Rusia
Singapur	China	Argelia
Chile	Kuwait	Hong Kong
	Malasia	
	Omán	
	Qatar	
	Corea del Sur	
	Kazajstán	

Fuente: Banco de España.

2.2.- Clasificación según su naturaleza

Según GUIJARRO SEGADO, P. (2008), si nos centramos en el origen de aquellos recursos que se gestionan en los FRS, podemos distinguir dos grandes bloques según la naturaleza de donde provengan:

- Commodity FRS: pertenecen a aquellos países ricos en materias primas, y por lo tanto, gestionan los recursos que pueden obtenerse con el encarecimiento del precio de dichas materias primas. La materia prima más común en este bloque es el petróleo, aunque por ejemplo, está el caso del fondo de Chile, utilizado para poder gestionar de forma eficiente los recursos obtenidos con la explotación del cobre, y con el encarecimiento del mismo en el mercado.

- Non commodity FRS: en este bloque se encuentran todos los fondos de aquellos países surgidos a partir de elevados superávits por cuenta corriente. Una gran parte del exceso de reservas derivado de la posición exterior se destina a crear FRS. El caso más claro sería el de China, y su clara vocación exportadora dentro del panorama económico mundial.

Debemos señalar que la creación de estos fondos no se da únicamente en los países emergentes, sino que países punteros y desarrollados, como sería el caso de EE.UU., también crean estos vehículos de inversión para gestionar los recursos obtenidos que provienen de la exportación, principalmente, en el caso de EE.UU., de petróleo.

2.3.- Clasificación según el objetivo que persiguen

El objetivo por el que se crean estos fondos es diverso, por ejemplo, según AIZENMAN, J. y GLICK, R. (2008), permiten inmunizar a las cuentas públicas de las oscilaciones del precio de las materias primas, permiten invertir y desarrollar las infraestructuras del país, pueden generar una mayor rentabilidad a las reservas acumuladas debido a que pueden realizar inversiones sin fijar el periodo de permanencia, es decir, no tienen unos rendimientos comprometidos en el tiempo (esto no significa que no se analicen y se hagan un seguimiento exhaustivo a las inversiones realizadas). Según el objetivo que persigan las inversiones de estos FRS podemos clasificarlos en:

- Fondos de estabilización: son aquellos que constituyen los países ricos en recursos naturales, y que con su creación buscan evitar que la economía del país se vea afectada por las variaciones en los precios de las materias primas, es decir, estabilizar la volatilidad del precio en el mercado para sufrir un menor impacto ante los vaivenes del mercado.
- Fondos de desarrollo: son constituidos para fines socioeconómicos, principalmente para la creación y mejora de infraestructuras en el país, y el desarrollo social de la población.
- Fondos de reserva para pensiones: como el nombre indica, la finalidad de estos fondos es dotar y apoyar al sector público (sin olvidar que los FRS ya son de titularidad pública) al pago de las obligaciones que se contraen en concepto de pensiones a la población.

- Fondos de ahorro: los países ricos en materias primas son concededores de la temporalidad de sus recursos, y por lo tanto, su propósito es el de transferir de generación en generación el ahorro producido por la venta de sus recursos; de tal manera que esta renta pueda ser utilizada en el futuro, bien para financiar otras inversiones. Están muy ligados a los países asiáticos (principalmente Oriente Próximo) exportadores de petróleo, como por ejemplo, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Arabia Saudí y Qatar.
- Corporaciones de inversión de reservas: su objetivo principal es poder maximizar la rentabilidad de las reservas acumuladas a consecuencia del superávit por cuenta corriente, y de esta manera impedir un aumento excesivo de la oferta monetaria a consecuencia de la acumulación de reservas.

Aunque parece una división muy extensa, la realidad demuestra que la práctica totalidad de los FRS, persiguen diferentes objetivos específicos pero con una serie de características muy afines, como por ejemplo: un tiempo de inversión no pactado desde un primer momento, predilección por inversiones en otros países, posicionamiento y toma de decisiones en las sociedades invertidas, etc. Además, la gran cantidad de recursos acumulados por estas entidades de titularidad pública en los últimos años son una fuente de liquidez clave en el mercado actual. Los países emergentes poseedores de FRS están aprovechando la crisis financiera iniciada en 2007 con la consecuente corrección de las cotizaciones bursátiles para posicionarse en los mercados financieros de países desarrollados, y de esta manera empezar a participar activamente de la toma de decisiones de muchas grandes compañías (sobretudo europeas y americanas). Algunas de las empresas con presencia de estos fondos son: *Citigroup* participada por el FRS de Abu Dhabi (*Abu Dhabi Investment Authority*), *Morgan Stanley* o *Blackstone* participados por el FRS de China (*China Investment Corporation*), *London Stock Exchange* participado por el FRS de Dubai (*Investment Corporation of Dubai*) o *Barclays* participado por el FRS de Qatar (*Qatar Investment Authority*).

3. Objetivos estratégicos

Los FRS pueden considerarse vehículos estratégicos siempre y cuando estén dotados de buenos profesionales que los dirijan, que se cuide la institución pública, y que se organicen de acuerdo a una serie de pautas más propias de la empresa privada que de instituciones públicas. Según RISKMETRICS (2008), existen una serie de puntos o

lecciones que deben ser comunes para el éxito del fondo, por ejemplo, la existencia de este tipo de fondos debe venir acompañada de una política fiscal rigurosa; además, estas normas y reglas, por muy rigurosas que sean, no son nada sin un marco institucional que las contemple. Sobre todo este último punto es un reto a tener en cuenta para todos los países emergentes con presencia de FRS, ya que, a menudo, crecen desproporcionadamente sin un marco regulatorio e instituciones que lo acompañen en este crecimiento.

Según (BERNSTEIN et al., 2009), una de las estrategias más comunes en los FRS, sobre todo los de los países ricos en petróleo de Oriente Medio (Emiratos Árabes Unidos, Qatar o Arabia Saudí), es la de tomar grandes participaciones en multinacionales extranjeras punteras en cada uno de sus negocios, para posteriormente, entrar en su accionariado, participar en la toma de decisiones y poder impulsar inversiones productivas que tengan base en el país inversor. De esta manera se garantizan un futuro económico y laboral para el país, diversificando el tipo de negocio en el que están presentes, más allá de la explotación de los recursos naturales y, todo ello, favorece a otorgar un futuro próspero a la región. Las características de los FRS pueden tener muchas similitudes con los *Hedge Fund* y los *Private Equity*, sin embargo existe una diferencia fundamental que los particulariza, y es la especulación o la temporalidad de la inversión. Aunque los tres tipos de vehículos financieros buscan, lógicamente, una rentabilidad a sus inversiones, tanto los *Hedge Fund* como los *Private Equity* intentan permanecer el mínimo tiempo posible en una compañía, simplemente buscan el crecimiento inmediato de sus acciones, ya sea por capitalización bursátil o bien, en el tamaño de la compañía para empresas no cotizadas, y sacar una plusvalía entre el precio de la compra y un precio de venta superior a la inversión efectuada. Sin embargo, como decíamos, los FRS buscan ir más allá, y buscan presencia en sus países, entrar en la toma de decisiones y un crecimiento estructural de la compañía, que garantice el futuro de la economía del país y de la rentabilidad de la inversión.

Aunque está implícito en lo anteriormente comentado, otra de las estrategias que persiguen la mayoría de estos FRS es la toma de participaciones, mediante la compra de acciones de una parte significativa y representativa de la sociedad, de tal manera que permita entrar directamente en la gestión y administración de la sociedad, y de esta manera poder participar en la toma de decisiones importantes que acontezcan en los consejos de administración de estas compañías y que favorezcan tanto a los intereses de la inversión como que cumpla los objetivos establecidos por el fondo público.

Tabla 3: Participaciones significativas de algunos Fondos de Riqueza Soberana en grandes empresas mundiales.

Fondo de Riqueza Soberana	País	Empresa	Participación
GIC of Singapore	Singapur	UBS	8,60%
Abu Dhabi Investment	EAU	Citigroup	4,90%
Temasek	Singapur	Merril Lynch	8,00%
China Investment Corp.	China	Blackstone	10,00%
Investment Corp. Of Dubai	EAU	EADS	3,10%
Investment Corp. Of Dubai	EAU	MGM Mirage	9,50%
Abu Dhabi Investment	EAU	Carlyle Group	7,50%
Qatar Investment Authority	Qatar	Barclays	8,00%
SAFE	China	Total	1,60%

Fuente: Medios de comunicación (Expansión).

En la Tabla 3, se detallan algunos ejemplos de tomas de participación (compra de acciones cotizadas en algún mercado de valores internacional o bien compra de acciones de empresas no cotizadas) más significativas en empresas internacionales, efectuadas por parte de algunos de los FRS más importantes del mundo.

4. Impacto macroeconómico de los Fondos de Riqueza Soberana en los países desarrollados

Todas las inversiones que realizan los FRS tienen implicaciones en los países de destino de aquella inversión. Queremos analizar la importancia macroeconómica y financiera de estos activos soberanos. Para ello haremos el análisis de la balanza de pagos, es decir, qué comportamiento o efecto tiene ante entradas y salidas de flujos financieros.

La contraparte a una entrada de un flujo financiero neto en un país puede ser bien un déficit de la cuenta corriente, bien un incremento de las reservas internacionales o, incluso, ambas. Entendemos como flujo financiero neto al resultado de restar la salida bruta de flujos financieros a la entrada bruta de flujos financieros (tanto entradas como salidas incluyen flujos privados y flujos públicos, sin embargo, no tienen en cuenta los flujos financieros que realizan los bancos centrales, ya que estos están incluidos en los movimientos de las reservas). Si tenemos en cuenta que en las economías de los países emergentes, los flujos financieros públicos podrían equivaler a los movimientos de capitales de los FRS (al tratarse de un vehículo de canalización e inversión de

titularidad pública), podríamos entender la expresión macroeconómica de estas inversiones como la reflejada en la Figura 1.

Figura 1: Acumulación de activos soberanos externos.

$$(Entrada de flujos financieros - Salida de flujos financieros) + Balanza por cuenta corriente = Aumento de activos soberanos externos$$

Fuente: Banco de España

Entendiendo que los activos soberanos externos corresponden a la suma de los activos pertenecientes a los FRS más las reservas. Por lo tanto, si analizamos de manera sencilla la anterior ecuación, podemos constatar que elevados superávits por cuenta corriente y/o fuertes entradas de flujos financieros, provocan y consecuentemente, son reciclados en acumulación de reservas, acumulación de activos en los FRS, o bien, en salidas de flujos financieros privados. La principal característica común entre los activos de los FRS y las reservas de los bancos centrales es que ambos están gestionados por una entidad pública. Como ya hemos comentado en alguna ocasión, tanto las reservas como los activos de los FRS han experimentado un espectacular crecimiento en los últimos años. Dicho crecimiento se debe, en mayor parte, al aumento en los precios de las materias primas, y particularmente, de la materia prima por excelencia, el petróleo, muy cotizado y demandado en las últimas décadas.

Analizando la fórmula representada en la Figura 1, vemos que desde un punto de vista macroeconómico, el aumento de activos soberanos externos se da como contrapartida a un superávit de la cuenta corriente y a la entrada neta de capitales, provocando una perturbación inflacionaria sobre la economía del país, y generando, consecuentemente, una apreciación del tipo de cambio (por el mismo importe en moneda extranjera nos darán menor cantidad de producto) que reduce la competitividad y el superávit comercial, moderando la actividad nacional. Por otro lado, las entradas de flujos financieros hacen aumentar la demanda de moneda del país. Así pues, la acumulación de activos soberanos externos (reservas y FRS) genera y favorece la persistencia de los desequilibrios globales.

La acumulación de reservas, por parte de los bancos centrales, evita la apreciación del tipo de cambio, sin embargo, si no es esterilizada, provoca una expansión de la base monetaria que contribuye a aumentar la inflación, hecho que acabará generando una apreciación del tipo de cambio real. Para evitar esto, la acumulación de reservas

debería esterilizarse a través de operaciones con bonos públicos. El mantenimiento de estas reservas internacionales, por parte de los bancos centrales, en activos con moneda extranjera supone reciclar los flujos financieros hacia los mercados globales y, por lo tanto, permite la financiación de los desequilibrios externos de los países con déficit por cuenta corriente.

Si analizamos el comportamiento de dos de los grandes países del siglo XXI, como son Estados Unidos y China, podremos comprobar como existe una especie de relación simbiótica entre ambos, donde la acumulación de reservas por parte de la economía asiática debido a su modelo de crecimiento vía estímulo del sector exportador, contrasta con la economía estadounidense, necesitada para financiar su déficit por cuenta corriente. Sin embargo, últimamente están surgiendo dudas acerca de la viabilidad de esta gran acumulación de reservas, incluso cuando el efecto está esterilizado por parte de la economía del país mediante la emisión de bonos, ya que generan daños colaterales a modo de costes adicionales. Por ejemplo, si esta esterilización está realizada con la emisión de bonos públicos del banco central, se producen problemas de desplazamiento de los inversores privados, así como presión al alza de los tipos de interés de la economía del país. Otros de los costes derivados es el diferencial negativo entre el rendimiento obtenido por los activos y el coste de su pasivo. Y por último, la acumulación de reservas se expone a otro sobre coste como es la valoración negativa que se produce cuando los tipos de cambio se aprecian frente al dólar.

Si nos centramos ahora en el impacto macroeconómico de los FRS vemos que nos es muy diferente en las bases, a la acumulación de reservas, aunque presenta algunas ventajas en forma de menores costes. La existencia de superávits por cuenta corriente en los países con FRS relacionadas con materias primas, es el resultado de mejoras en la relación real de intercambio derivada del alza de su precio. Este efecto genera un aumento de la renta nacional que, consecuentemente, se traduce en un aumento de la demanda y de las presiones inflacionistas. Esto requiere un ajuste de apreciación de la divisa que disminuya estas presiones de la demanda y reduzca los superávits externos. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría con la acumulación de reservas, los FRS pueden obstaculizar este ajuste, ya que dependerá de cómo el aumento de la renta se transmita a la economía nacional. Dependerá en la medida que los ingresos derivados de la explotación de los recursos naturales del país lleguen a empresas estatales, ya que las autoridades pueden mitigar, reducir o eliminar, el ajuste mediante la acumulación y reinversión de estos recursos en el extranjero. Esta política permitiría

aislar la demanda nacional del impacto sobre la relación real de intercambio, evitando las presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio, facilitando de alguna manera la persistencia de los superávits externos. Además, la acumulación de los recursos en FRS no lleva consigo un aumento del dinero en circulación (a diferencia de la acumulación de reservas); por ello, no genera los costes descritos anteriormente y, por lo tanto, esta ausencia permitiría afirmar que la acumulación de activos en FRS tendría un mayor porvenir que en el caso de las reservas internacionales.

III.- FONDOS SOBERANOS EN LOS PAÍSES EMERGENTES DE ASIA

1. Posicionamiento de los Fondos de Riqueza Soberana asiáticos en la economía mundial

En este capítulo queremos centrarnos en la evolución e importancia de los FRS asiáticos dentro del panorama mundial. Como hemos comentado en el capítulo anterior, observamos que la mayor parte de activos en posesión de FRS están localizados en países de Asia. Si observamos la Tabla 4, con los diez mayores países del mundo por volumen de activos en sus FRS, elaborada a partir de los datos publicados por el FMI, un estudio realizado por *JP Morgan* y el *SWF Institute*, comprobaremos que siete de ellos corresponden a países asiáticos³:

Tabla 4: Mayores países asiáticos por volumen de activos en Fondos de Riqueza Soberana.

	País	Fondos	Activos en mm dólares
1	China	CADF / CIC / NSSF / SAFE	827,0
2	Emiratos Árabes Unidos	ADIA / ADIC / EIA / CIE / IPIC / MDC / RIA	709,3
3	Noruega	GPF	556,8
4	Arabia Saudí	PIF / SAMA	444,4
5	Singapur	GIC / TH	392,8
6	Hong Kong	HKMA	292,3
7	Kuwait	KIA	202,8
8	Rusia	RNWF	142,5
9	Qatar	QIA	85,0
10	Australia	AFF	72,9

Fuente: FMI, JP Morgan y SWF Institute

Según datos del FMI, de los casi 5.000 miles de millones de dólares en activos administrados por parte de los FRS del mundo a finales del año 2011, casi unas tres cuartas partes, están en posesión de FRS de países asiáticos; pudiendo diferenciar tres grandes bloques: China, países del Golfo u Oriente Medio, y las economías emergentes del sudeste asiático. Aunque, como sabemos, las circunstancias que han llevado a

³ Rusia no se tiene en cuenta, ya que la capital económica del país está en territorio europeo, aunque existen discrepancias debido a la zona donde se ubican las reservas de petróleo, en su mayor parte, zona asiática.

cada una de estas economías a la acumulación de reservas internacionales, y a la creación de FRS como vehículos de canalización de sus inversiones, son y están bien diferenciadas. En la Tabla 5, podemos apreciar todos los países asiáticos (17 a finales del año 2011) que cuentan con FRS, ordenados por su volumen de activos. En primer lugar, se sitúa, tal y como hemos comentado en el apartado anterior, China, con un volumen de activos en sus FRS de 827 mil millones de dólares. En segundo y tercer lugar se sitúan dos países del Golfo Pérsico, como son Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudí, con 709,3 y 444,4 mil millones de dólares, respectivamente. La clasificación la cierra Indonesia con un volumen de activos en su FRS (*Government Investment Unit*) de 300 millones de dólares. A continuación, vamos a repasar brevemente las características económicas de cada uno de estos países asiáticos y de sus FRS, que nos permita hacer un análisis sobre la posible evolución de estos fondos en los próximos años:

Tabla 5: Países asiáticos por volumen de activos en Fondos de Riqueza Soberana.

Posición mundial	País	Fondos	Activos (mm dólares)	Origen
1	China	CADF / CIC / NSSF / SAFE	827,0	Non Commodities
2	Emiratos Árabes Unidos	ADIA / ADIC / EIA / CIE / IPIC / MDC / RIA	709,3	Petróleo
4	Arabia Saudita	PIF / SAMA	444,4	Petróleo
5	Singapur	GIC / TH	392,8	Non Commodities
6	Hong Kong	HKMA	292,3	Non Commodities
7	Kuwait	KIA	202,8	Petróleo
9	Qatar	QIA	85,0	Gas / Petróleo
14	Kazajstán	KNF	38,6	Petróleo
15	Corea del Sur	CCI	37,0	Non Commodities
16	Malasia	KN	36,8	Non Commodities
18	Brunei	BIA	30,0	Petróleo
20	Irán	OSF	23,0	Petróleo
25	Bahrein	MHC	9,1	Petróleo
27	Omán	OIF / SGRF	8,2	Gas / Petróleo
29	Timor Oriental	TLPF	6,3	Gas / Petróleo
32	Vietnam	SCIC	0,5	Non Commodities
35	Indonesia	GIU	0,3	Non Commodities

Fuente: FMI, JP Morgan y SWF Institute

1.1.- Hegemonía de China y los países del Golfo Pérsico

Si nos centramos en el volumen de activos, vemos como China está ocupando el primer escalón con unos activos controlados por sus cuatro FRS de 827 miles de millones de

dólares. En segundo lugar se sitúa Emiratos Árabes Unidos que cuenta con un volumen de 709,3 miles de millones de dólares repartidos por sus siete FRS (es el país que goza con el mayor número de FRS, debido en parte, a sus estructura política, formada por siete emiratos con prácticamente plena autonomía, y con importantes reservas de petróleo). El tercer escalón estaría ocupado por un fondo europeo, el FRS de Noruega, que actúa como fondo de pensiones para la población nórdica, y que cuenta con un volumen de activos de 556,8 miles de millones de dólares.

1.1.1.- China

Hoy en día, ya no es una sorpresa el gran crecimiento que está teniendo en las últimas décadas China. Los activos que pasan a formar parte de los FRS chinos, provienen de los elevados superávits por cuenta corriente de los que goza la primera economía asiática. Como ya se ha comentado en los capítulos anteriores, la clara vocación exportadora de China le permite acumular grandes cantidades de divisas en forma de reservas internacionales, que son canalizadas mediante los Fondos FRS como vehículos de inversión. Todos los fondos con los que cuenta China (actualmente cuatro) son relativamente jóvenes ya que se han ido creando en los últimos quince años (el primer fondo del país asiático se creó en el año 1997), y cada uno de ellos está especializado en diferentes áreas:

- SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*): aunque está clasificada como un FRS, su actividad principal es la de ejercer el control de las operaciones comerciales e inversiones realizadas en divisas por las compañías. Además, se encarga de gestionar todo lo referente a las reservas de oro, divisas y otros valores del país. A finales del año 2011 tenía un volumen de activos de 567,9 mil millones de dólares.
- CIC (*China Investment Corporation*): con 409,6 mil millones de dólares a finales del año 2011, este FRS se dedica a canalizar las inversiones que realiza China en otros países del mundo. Fue creado en el año 2007 y a corto plazo tiene el reto de reducir la fuerte dependencia de los bonos del tesoro estadounidenses. Algunas de las empresas en las que ha invertido son: *Morgan Stanley, VISA o Blackstone Group*.
- NSSF (*National Social Security Fund*): fue creado en el año 2000 y tiene por objetivo acumular una reserva estratégica que permita al Gobierno Chino dar respuesta en el futuro a los gastos de la seguridad social (no olvidemos que el país sobrepasa los 1.300 millones de habitantes). En la actualidad dispone de

146,5 mil millones de dólares para ser invertidas tanto a nivel nacional como extranjero (con un tope del 20 % del total).

- CADF (*China-Africa Development Fund*): con unos activos por valor de 5 mil millones de dólares, como el propio nombre indica, este fondo promueve las inversiones en el continente africano así como el comercio bilateral. Fue creado en el año 2007 y sus inversiones deben estar basadas en la esfera industrial, la agricultura, infraestructuras y la explotación de recursos naturales.

1.1.2.- Países del Golfo Pérsico

Si además del volumen de activos gestionados por los FRS, tenemos en cuenta el número de estos fondos, vemos como los países del Golfo Pérsico/Oriente Próximo, ganan por goleada al resto del mundo. En total, tienen acumulados activos por más de 2.300 miles de millones de dólares (prácticamente la mitad de los activos en manos de FRS del mundo), tal y como muestra la Tabla 6, y están gestionados por catorce fondos de seis países diferentes.

Tabla 6: Países de Oriente Próximo y sus Fondos de Riqueza Soberana.

País	Fondos	Activos (mm dólares)
Emiratos Árabes Unidos	ADIA / ADIC / EIA / CIE / IPIC / MDC / RIA	709,3
Arabia Saudita	PIF / SAMA	444,4
Kuwait	KIA	202,8
Qatar	QIA	85,0
Bahrein	MHC	9,1
Omán	OIF / SGRF	8,2
TOTAL		2.309,30

Fuente: FMI, JP Morgan y SWF Institute

La nota común en todos ellos la pone el origen de esta acumulación de activos, que proviene de la explotación de los grandes yacimientos de gas natural y de petróleo de los que gozan los países del Golfo. El extraordinario crecimiento de los precios del petróleo tiene, como ya hemos mencionado en más de una ocasión, implicaciones sobre los flujos comerciales y financieros a nivel mundial, ya que generan importantes beneficios para todos los países exportadores y elevan significativamente el coste para los países importadores. Una de las zonas del mundo donde existe mayor concentración de exportadores de petróleo, es precisamente el área de Oriente Próximo, también conocida como la zona del Golfo.

Aunque englobamos a seis países dentro de la categoría de países del Golfo (Emiratos Árabes Unidos, Omán, Arabia Saudí, Bahrein, Qatar y Kuwait), existen ciertas diferencias entre ellos que tienen que ver con el peso del petróleo dentro de sus economías. Según datos del FMI, el peso del petróleo en estas economías se sitúa alrededor del 50% del PIB, siendo Qatar y Kuwait las más dependientes con valores que sobrepasan el 60% del PIB, y Bahrein la menos dependiente con un valor entorno al 30%. Todos ellos, en la última década están luchando por reducir esta dependencia del petróleo, que permita a la economía diversificar sus ingresos y ser capaces de perdurar en el tiempo, tanto para el desarrollo del país como de las generaciones futuras.

Como ya hemos comentado anteriormente, el aumento tanto de las exportaciones de petróleo como de su precio tiene un impacto sobre los ingresos públicos. Debido a la titularidad pública de las empresas extractoras y exportadoras de petróleo, aumentos de precio implican un mayor ingreso público, que en muchas ocasiones es canalizado directamente hacia vehículos de inversión, como los FRS. En este punto debemos remarcar un aspecto importante (sobretudo muy marcado en las economías de los países del Golfo Pérsico), que será analizado con mayor profundidad en un capítulo aparte, y es que, en muchas ocasiones, los ingresos públicos por exportaciones de petróleo son desviados directamente a estos fondos estatales, antes incluso, de consolidar las cuentas contables públicas, con lo cual se hace muy complicado evaluar y analizar los ingresos recibidos, y calcular la dimensión de estos fondos con precisión. La gestión del fuerte incremento de los ingresos que provienen del petróleo por parte de las autoridades fiscales tiene implicaciones macroeconómicas muy importantes, como pueden ser: el saldo fiscal, la balanza de pagos y la inflación. Así pues, un punto en común en estos países del Golfo es la escasa información que difunden acerca del tamaño de sus FRS, sus criterios de gestión o sus estrategias de inversión.

2. Liderazgo de los países emergentes de Asia

La economía mundial está viviendo en los últimos años un cambio radical, dejando paso a nuevos países dentro de la esfera económica, en detrimento de muchos países desarrollados y que han ocupado posiciones delanteras en las últimas décadas. Si tuviéramos que destacar un continente en el siglo XXI, este sería sin duda, Asia. Por ello, queremos analizar los FRS creados por algunos de estos países estudiando su

presencia en la economía actual, y analizando que magnitudes puede alcanzar en un futuro cercano. En la Tabla 7, se muestran todos los FRS creados por países asiáticos:

Tabla 7: Todos los Fondos de Riqueza Soberana de países asiáticos.

País	Fondo		Activos (mm dólares)
EAU (Abu Dhabi)	ADIA	Abu Dhabi Investment Authority	627,0
China	SAFE	SAFE Investment Company	567,9
Arabia Saudita	SAMA	SAMA Foreign Holdings	472,5
China	CIC	China Investment Corporation	409,6
Kuwait	KIA	Kuwait Investment Authority	296,0
Hong Kong	HKMA	Hong Kong Monetary Authority Investm.	293,3
Singapur	GIC	Government of Singapore Investm. Corp.	350,0
Singapur	TH	Temasek Holdings	157,0
China	NSSF	National Social Security Fund	146,5
Qatar	QIA	Qatar Investment Authority	85,0
EAU (Abu Dhabi)	IPIC	International Petroleum Investm. Comp.	48,2
Kazajstán	KNF	Kazakhstan National Fund	38,6
Corea del Sur	CCI	Korea Investment Corporation	37,0
Malasia	KN	Khazanah Nasional	36,8
Malasia	PNB	Permodalan Nasional Berhad	nd
Malasia	TH	Tabung Haji	nd
Malasia	KWSP	Employees Provident Fund	nd
Malasia	LTAT	Lembaga Tabung Angkatan Tentera	nd
Brunei	BIA	Brunei Investment Agency	30,0
Irán	FDN	National Development Fund	24,4
EAU (Dubai)	CIE	Investment Corporation of Dubai	19,6
EAU (Abu Dhabi)	MDC	Mubadala Development Company	13,3
Bahrein	MHC	Mumtalakat Holding Company	9,1
Omán	SGRF	State General Reserve Fund	8,2
Timor Oriental	TLPF	Timor-Leste Petroleum Fund	6,9
Arabia Saudita	PIF	Public Investment Fund	5,3
China	CADF	China-Africa Development Fund	5,0
EAU (Ras al Khaymah)	RIA	RAK Investment Authority	1,2
Vietnam	SCIC	State Capital Investment Corporation	0,5
Indonesia	GIU	Government Investment Unit	0,3
EAU	EIA	Emirates Investment Authority	nd
Omán	OIF	Oman Investment Fund	nd
EAU (Abu Dhabi)	ADIC	Abu Dhabi Investment Council	nd

Fuente: SWF Institute

Como podemos ver, pese a ser China el país con mayor acumulación de activos, el FRS de mayor envergadura es el *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)* de los Emiratos Árabes Unidos, exactamente del emirato de Abu Dhabi, con un volumen de activos de 627 mil millones de dólares (estimación a fecha diciembre 2011 según el

SWF Institute). En segundo lugar, se sitúa el *SAFE Investment Company* de China, seguido de *SAMA Foreign Holdings* de Arabia Saudí con 567,9 y 472,5 miles de millones de dólares respectivamente.

A continuación, vamos a repasar brevemente las características económicas de estos países asiáticos y de sus FRS según ESCHWEILER y GARCÍA (2008) y la información electrónica del SWF Institute:

2.1.- China

Con más de 1.300 millones de personas es el país más poblado del mundo, y en la última década la economía emergente por excelencia. Según datos del FMI, el crecimiento medio de su PIB desde el año 2001 hasta el año 2010 ha sido del 10,5%, y se espera que crezca a ritmos bastante similares (entre el 8% y el 9%) hasta el año 2015. Según la misma fuente, desde el año 2012 es el segundo país con el PIB nominal más elevado (7,47 billones de dólares americanos).

El éxito de China proviene principalmente de sus exportaciones debido a su condición de productor de bajo coste, atribuido a: mano de obra barata, buenas infraestructuras, productividad elevada, una política gubernamental favorable para las exportaciones, y sobretodo, a un tipo de cambio infravalorado. Estas condiciones se traducen, como ya hemos comentado en el apartado 1.1 de este mismo capítulo, en grandes superávits por cuenta corriente, y una acumulación de reservas internacionales. Actualmente, cuenta con cuatro FRS utilizados como vehículos de inversión, que canalizan las inversiones públicas en el extranjero a partir los ingresos obtenidos por estos superávits. Estos fondos suman un volumen de activos de 827 mil millones de dólares. *(Para conocer el detalle de estos FRS ver 1.1.- Hegemonía de China y los países del Golfo Pérsico, de este Capítulo III)*

2.2.- Emiratos Árabes Unidos

Los Emiratos Árabes Unidos son una confederación de siete emiratos, gobernados cada uno de ellos por un emir. Estos siete emiratos son: Abu Dhabi, Ajman, Dubai, Fujairah, Ras al Khaimah, Sharjah y Umm al-Quwain; la capital, el centro político y cultural está en el emirato de Abu Dhabi. Tiene una de las economías más desarrolladas de Asia, y su rasgo más característico es que sus reservas de petróleo ocupan la sexta posición en la clasificación mundial, con 97.800 millones de barriles en

reservas probadas. El país tiene unos 8 millones de habitantes, de los cuales únicamente un 20% son considerados población emiratí autóctona.

Según el FMI, su PIB nominal alcanzará los 375 mil millones de dólares en el año 2012 con un crecimiento esperado del 3%. Si tenemos en cuenta la escasa población para su elevado PIB nominal, podemos entender que sea el séptimo país del mundo en PIB per cápita (49.472 dólares). El 30 % de los ingresos del país proviene de la explotación y exportación de los recursos naturales que goza el país, principalmente petróleo. Para canalizar los elevados ingresos de la explotación del petróleo, y para hacer disminuir la dependencia al mismo, se han creado (hasta diciembre 2011) un total de siete FRS que canalizan las inversiones del emirato:

- *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).*
- *International Petroleum Investment Company (IPIC).*
- *Investment Corporation of Dubai (CIE).*
- *Mubadala Development Company (MDC).*
- *RAK Investment Authority (RIA).*
- *Emirates Investment Authority (EIA).*
- *Abu Dhabi Investment Council (ADIC).*

Debido a la importancia tanto en número como en tamaño, así como debido a la falta de transparencia en sus datos, los FRS de Emiratos Árabes Unidos son analizados en un capítulo aparte con la voluntad de analizar detalladamente la dimensión y el alcance de sus inversiones.

2.3.- Arabia Saudí

Arabia Saudí es el país más grande en extensión del Golfo Pérsico, con una población aproximada de 27 millones de personas. Como ya hemos indicado anteriormente, posee enormes yacimientos petrolíferos, siendo el segundo exportador de esta materia prima, y teniendo la segunda mayor cantidad de reservas del mundo (260.000 millones de barriles), sólo superado por Venezuela.

Según el FMI, el petróleo supone para Arabia Saudita el 90% de todas sus exportaciones, y representa el 75% de los ingresos públicos. En datos macroeconómicos, la explotación y exportación del petróleo generan el 45% del PIB del país. El PIB per cápita en el año 2010 se sitúa en 24.200 dólares. En los últimos años,

el gobierno de Arabia Saudí y las autoridades económicas están intentando promover un crecimiento en el sector privado mediante la privatización de industrias, sobretodo del sector de la energía y las telecomunicaciones. Actualmente, Arabia Saudí cuenta con dos FRS que canalizan los enormes ingresos que provienen de la exportación de petróleo, hacia inversiones en el extranjero, que permitan diversificar el perfil económico del país:

- *SAMA Foreign Holdings* (SAMA): con 472,5 mil millones de dólares en el año 2011, el *Saudi Arabian Monetary Agency* es propiamente el banco central del país, aunque no podríamos considerar en su totalidad como un FRS, el *SAMA Foreign Holdings* dirige todas las inversiones públicas del país en el extranjero.
- *Public Investment Fund* (PIC): es un FRS muy joven, creado en el año 2008, que cuenta con un volumen de activos de 5.300 millones de dólares (datos a diciembre 2011).

2.4.- Singapur

Singapur es uno de los países más pequeños del mundo en cuanto a área de extensión se refiere, sin embargo, es considerado uno de los mejores países del mundo para hacer negocios. La economía depende en gran parte del sector industrial y de servicios, destacando por ser uno de los principales centros financieros del mundo, cuenta con uno de los puertos más activos del mundo y es la segunda potencia mundial en la industria del juego. Todo ello confiere a Singapur la tercera renta más alta en PIB per cápita, con 59.936 dólares.

La gran capacidad exportadora, a partir de la manufactura de productos importados (productos químicos, petróleo, electrónica, etc.) permiten a Singapur gozar de grandes superávits por cuenta corriente en sus arcas públicas. Además de su actividad, cuenta con dos FRS que gestionan sus inversiones en el extranjero:

- *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC): aunque este FRS no revela ni la cantidad de fondos que gestiona, ni las pérdidas y ganancias anuales de sus inversiones, se estima que posee un volumen de activos de 350 mil millones de dólares. Tiene participaciones importantes en grandes empresas internacionales, sobretodo en el sector bancario. Por ejemplo, posee el 7,9% de *UBS* o el 5% de *Citigroup*. Esta formado por tres filiales que diversifican sus inversiones:

- *GIC Asset Management Pte Ltd*, integra las inversiones en mercados públicos.
 - *GIC Special Investments Pte Ltd* integra las inversiones de capital privado.
 - *GIC Real Estate Pte Ltd*.
- *Temasek Holdings* (TH): es el otro FRS del gobierno de Singapur, cuenta con un volumen de activos de 157 mil millones de dólares, y sobretodo, centra sus inversiones en Asia, y en sectores tan diversos como son: las telecomunicaciones, los servicios financieros, medios de comunicación, transporte, energía y tecnología. Es uno de los fondos más transparentes y con mayor actividad en los últimos años, entre otras inversiones posee el 54% de *Singapore Telecommunications*, el 55% de *Singapore Airlines* o participaciones importantes en otras empresas asiáticas como el *Bank of China*.

2.5.- Hong Kong

Aunque es una región administrativa especial, dependiente de China, debido a su volumen y envergadura lo consideramos como un territorio económicamente independiente. A nivel mundial, es una de los centros financieros por excelencia, caracterizado por unos tipos impositivos bajos, que favorecen las transacciones económicas. Su mercado de valores, el *Hong Kong Stock Exchange*, es el séptimo más grande por capitalización del mundo, y la mayor parte de su PIB, exactamente un 90% (según el FMI) procede del sector de los servicios. De la misma forma que sucedía en Singapur, el banco central actúa como FRS:

- *Hong Kong Monetary Authority* (HKMA): con un volumen de activos de 293,3 mil millones de dólares a finales del año 2011, este fondo se encarga principalmente, a modo de banco central, de garantizar la estabilidad de la moneda del país, y de promover la eficiencia, la integridad y el desarrollo del sistema financiero.

2.6.- Kuwait

Es otro de los países situados en el Golfo Pérsico, y cuenta con una población aproximada de 3,5 millones de personas. Al igual que sus países vecinos, posee importantes yacimientos de petróleo, que lo sitúan como el quinto mayor país en

reservas de crudo (aproximadamente 104 mil millones de barriles), teniendo en su poder el 10% de las reservas mundiales. Todos estos datos confinan a Kuwait como uno de los PIB per cápita más altos del mundo, con casi 47.000 dólares por habitante. Como en la mayoría de economías del Golfo Pérsico, el petróleo supone el 80% de los ingresos del gobierno. Según la constitución kuwaití todos los recursos naturales son de propiedad pública, con lo cual con los elevados ingresos que provienen del petróleo se creó el FRS del país, para diversificar y administrar las inversiones del país árabe:

- *Kuwait Investment Authority (KIA)*: creado en el año 1953, es considerado el FRS más antiguo del mundo. Con un volumen de activos de unos 296 mil millones de dólares tiene inversiones tanto en empresas nacionales como en empresas internacionales, en busca de una diversificación y menor dependencia del petróleo y su exportación. Algunas de sus inversiones internacionales más importantes son, por ejemplo, una participación de 6,9% en *Daimler AG* y el 6% que posee en la entidad financiera *Citigroup*.

2.7.- Qatar

Qatar es otro de los países situados en el Golfo Pérsico, igual que los anteriormente comentados, con grandes yacimientos de petróleo, y sobretodo, de gas natural. Según los datos del FMI, Qatar es el país más rico del mundo en términos de PIB per cápita. El rápido crecimiento en la producción y exportación de gas natural, petróleo y otros de sus derivados, proporcionan a Qatar crecimientos anuales por encima del 15%. Posee una población que no supera los 2 millones de personas, de los cuales, únicamente, 300.000 son propiamente población autóctona. Sus reservas de petróleo son de 15 mil millones de barriles, y las reservas probadas de gas natural alcanzan un volumen de 26 billones de metros cúbicos (el 14% de las reservas mundiales). Su FRS es uno de los más activos en estos últimos años:

- *Qatar Investment Authority (QIA)*: fue fundado en el año 2005 para administrar los excedentes que provienen de la exportación de petróleo y gas natural, cuenta (a finales del año 2011) con un volumen de activos de 85 mil millones de dólares, aunque es un de los fondos con mayor crecimiento en los últimos años. Algunas de sus inversiones son: el 70% en el club de fútbol francés, *Paris Saint-Germain*, es propietario del *Grupo Harrods*, es el mayor accionista de la empresa de distribución *Sainsbury*, y tiene un 6% en el banco *Credit Suisse*.

2.8.- Kazajstán

Kazajstán es uno de los países más grandes del mundo en extensión, exactamente el noveno. Es una antigua república soviética que se independizó en el año 1991. Posee grandes reservas de recursos naturales, sobretodo petróleo, gas natural y uranio, lo que le han permitido crecer del año 1998 a 2008 a tasas medias del 10%; sin embargo, la crisis económica actual ha afectado en cierta medida su debilidad estructural y financiera, habiendo tenido que rescatar cuatro de los principales bancos del país. Cuanto con un FRS que posee alrededor de 38,6 mil millones de dólares en volumen de activos:

- *Kazakhstan National Fund (KNF)*: fue creado en el año 2000 con los ingresos derivados de la exportación de los recursos naturales del país. Tiene cierto paralelismo con el FRS de Noruega y funciona a modo de fondo de pensiones para las generaciones futuras.

2.9.- Corea del Sur

Corea del Sur es una de los países más avanzados de Asia, su economía está impulsada, básicamente, por sus exportaciones (el sexto exportador del mundo), gracias a la producción de electrónica, automóviles, maquinaria y robótica. Según el FMI ocupa el 14º lugar del mundo por PIB, y es uno de los pocos países desarrollados que han podido evitar una recesión durante la crisis financiera mundial, creciendo incluso un 6% en el año 2010. A partir de los superávits por cuenta corriente debido a su carácter exportador, Corea del Sur creó un FRS en el año 2005:

- *Korea Investment Corporation (KIC)*: cuenta con un volumen de activos a finales del año 2011 de 37 mil millones de dólares, y se encarga de gestionar las inversiones extranjeras del país. Una de sus inversiones más importante es el 9% que posee en la entidad financiera *Merrill Lynch*.

2.10.- Malasia

Malasia es uno de los países del sudeste asiático con mayor crecimiento en las últimas décadas; según los datos del FMI ha crecido a un ritmo medio de 6,5% en los últimos 50 años, con una economía basada en la explotación de los recursos naturales y sobretodo, en el comercio. La mayor parte de sus ingresos provienen de la exportación

de estaño, caucho y aceite de palma, de los cuales Malasia es la primera potencia mundial. Para poder diversificar su economía, desde el gobierno, se promovió Malasia como destino turístico, y actualmente supone la tercera vía de ingresos del país. El brazo inversor del gobierno de Malasia, es su FRS:

- *Kazanah Nasional (KN)*: aunque existen otros cuatro FRS en el país (*Permodalan Nasional Berhad, Tabung Haji, Employees Provident Fund y Lembaga Tabung Angkatan Tentera*), están integrados en el primero. Cuenta con un volumen de activos de 36,8 mil millones de dólares, y participaciones sobretudo en empresas nacionales, pero de distintos ámbitos: agricultura, automoción, financiero, salud, infraestructuras, construcción, medios de comunicación, etc. En total tiene participaciones en más de 50 empresas, tales como *Malaysia Airlines* o *Malaysia Telekom*.

2.11.- Brunei

Brunei es un pequeño territorio situado en el sudeste asiático, muy rico en yacimientos de petróleo y gas natural, y con un crecimiento extraordinario en los últimos años debido al aumento de los precios del petróleo y a su enorme dependencia. Según el FMI, el promedio de crecimiento desde el año 1999 a 2008 es del 56%. La producción y exportación de petróleo y gas natural suponen el 90% del PIB de Brunei. Debido a su tamaño, las carencias en productos las consigue con las importaciones, por ejemplo, importa el 60% de sus necesidades en alimentos. Cuenta con un brazo inversor que utiliza los beneficios derivados de la exportación de sus recursos naturales:

- *Brunei Investment Agency (BIA)*: con un volumen de activos de 30 mil millones de dólares, tiene inversiones sobretudo en la economía nacional, que permiten, por ejemplo subvencionar para lo población los servicios médicos, el arroz o la vivienda. Tiene inversiones en diferentes empresas, una de las más importantes es la propiedad de la *Royal Brunei Airlines*, una de las aerolíneas más activas, que unen las principales ciudades del sudeste asiático.

2.12.- Irán

Irán es un país situado en Oriente Medio, en una zona considerada estratégica geopolíticamente hablando. Tiene una posición importante en la seguridad energética internacional y en la economía mundial como resultado de sus grandes reservas en

petróleo y gas natural. Según datos del FMI en el año 2008 el 45% de los ingresos públicos provenían de la comercialización del petróleo y el gas natural, aunque tiene otra industria potente, como es la minería y la agricultura, y se está convirtiendo en un país puntero en biotecnología, nanotecnología y productos farmacéuticos. Como la mayor parte de países dependientes del petróleo, Irán posee su FRS:

- *National Development Fund (NDF)*: el brazo inversor del gobierno iraní, posee un volumen de activos de 23 mil millones de dólares a finales del año 2011. Fue creado en el año 2000 para diversificar la dependencia que tenía al país respecto a sus dos recursos naturales por excelencia: el petróleo y el gas natural. Básicamente el fondo se dedica (a diferencia de los FRS vistos hasta el momento) a invertir en emprendedores nacionales y en el desarrollo de sus ideas de negocio innovadoras, en los últimos años, sobretodo, centradas en el mundo de la biotecnología.

2.13.- Bahrein

Bahrein es otro de los países situados en el Golfo Pérsico, con un territorio más bien pequeño, 750 km², y una población que apenas supera el millón de personas. Su economía está basada, principalmente, en la exportación de petróleo y perlas. En el año 2010, el 60% de los ingresos públicos provenían de la explotación y exportación del petróleo. A nivel político, a vivido diferentes revueltas de la población en el año 2011, que solicitan una libertad política y el respeto de los derechos humanos. Cuenta con un FRS:

- *Mumtalakat Holding Company (MHC)*: con un volumen de activos de 9,1 mil millones de dólares que proceden de los ingresos públicos por la exportación de petróleo, en mayor medida, y de perlas, en una dimensión menor. Fue creado en el año 2006 e invierte principalmente en empresas nacionales y no del sector petrolífero. Está presente en sectores como: producción de aluminio, telecomunicaciones, turismo, transporte y alimentación.

2.14.- Omán

Otro de los países del Golfo Pérsico, Omán limita con los Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudí, y de la misma forma, posee yacimientos de petróleo y gas natural. Se calcula que tiene unas reservas probadas de petróleo de 5,5 mil millones de barriles, lo

que garantizan unos cuantiosos ingresos por su explotación y exportación. Además es rico en otros recursos naturales como por ejemplo: cobre, oro, cobalto y hierro; y tiene otros sectores importantes (turismo e industria manufacturera) que garantizan la supervivencia del país en el largo plazo, cuando se agoten las reservas de crudo. Como en otros casos, los beneficios que se derivan de la explotación de los recursos naturales, permiten un excedente de inversión en nuevas áreas, y canalizados por FRS:

- *State General Reserve Fund (SGRF)*: con un volumen de activos de 8,2 mil millones de dólares, y creado en el año 1980, no es un FRS convencional, ya que no invierte en otras empresas, simplemente sus objetivos son puramente financieros.
- *Oman Investment Fund (OIF)*: es el fondo destinado a la inversión en empresas nacionales y extranjeras, aunque la falta de transparencia no revela ni el volumen de activos ni las empresas en las que está presente.

2.15.- Timor Oriental

Ocupa un pequeño territorio situado en el sudeste asiático, y colindante con Indonesia. Ha creado un proyecto a largo plazo junto con Australia, para la explotación y exportación de petróleo y gas natural que proviene del mar que baña Timor Oriental. Está considerado un país pobre, ya que según el FMI, ocupa la posición 173 en PIB nominal; sin embargo, en los últimos años está trabajando para potenciar los recursos naturales de los que goza: petróleo, como ya hemos comentado, y también, café. Para su desarrollo, el gobierno constituyó su FRS:

- *Timor-Leste Petroleum Fund (TLPF)*: creado en el año 2005 gracias a los fuertes ingresos que reciben por la exportación de petróleo, a finales del año 2011 contaba con 6,9 mil millones de dólares en volumen de activos. Su tasa de rentabilidad se ha situado en una media del 4% en los últimos 5 años.

2.16.- Vietnam

Otro de los países del sudeste asiático, Vietnam, es uno de los países más poblados del mundo con más de 90 millones de habitantes, y según el Banco Mundial, uno de los países que más han crecido y se han desarrollado desde el año 2000. Históricamente, su economía se ha basado en la agricultura, incluso después de la guerra de Vietnam, donde muchos campos de cultivo y explotaciones agrarias fueron destruidos. El

Gobierno, promovió su desarrollo para paliar la fuerte hambruna que sufría el país. Si nos centramos en sus datos del PIB, vemos como el crecimiento medio de los últimos 15 años, pese a la crisis económica mundial, ha estado entorno a los 7-8%, creciendo un 6,8% en el año 2010. Actualmente, los sectores económicos por excelencia son: la industria manufacturera, la agricultura y la industria tecnológica. Según un análisis de *Goldman Sachs*, Vietnam será la decimoséptima potencia mundial en el año 2025, y en al año 2050 habrá sobrepasado a países como: Noruega, Singapur o Portugal. Los principales ingresos del gobierno, vienen por parte del comercio, tanto de sus productos manufacturados, como, en mayor medida, de su agricultura: café, té, pimienta o cacahuetes. Aunque de poca dimensión, Vietnam también posee un FRS creado en el año 2006:

- *State Capital Investment Corporation (SCIC)*: con un volumen de activos alrededor de 500 millones de dólares, este FRS orienta sus inversiones, principalmente, a la economía nacional, aunque en los dos últimos años también ha realizado inversiones extranjeras. Está muy implicado en la financiación de emprendedores que desarrollen proyectos interesantes para la economía vietnamita.

2.17.- Indonesia

Indonesia, también situado en el sudeste asiático, es el cuarto país más poblado del mundo, con 238 millones de habitantes. Su economía es la decimoséptima del mundo según el PIB nominal, lo que lo clasifica como una de las potencias mundiales, formando parte del G-20. Prácticamente el 50% de su PIB viene por el sector industrial, mientras que el resto se reparte entre los servicio (35% del PIB) y la agricultura (15% del PIB), aunque se debe mencionar que en los últimos años el sector servicios está ganando peso, y se augura un cambio en la estructura sectorial económica. En el año 2011, en plena crisis económica mundial, su PIB creció un 6,5% y empieza a verse como una futura potencia. Además, en los últimos años, está cobrando forma el sector bancario, un sector fundamental para el desarrollo global de un país. En el año 2006 crea un FRS:

- *Government Investment Unit (GIU)*: no es uno de los FRS más importantes del continente asiático, pero el futuro prometedor del país hacen pensar en un rápido crecimiento. A finales del año 2011, cuenta con un volumen de activos de 300 millones de dólares.

3. Posicionamiento a medio plazo

Los países desarrollados, con la Eurozona y EE.UU. en cabeza, se encuentran inmersos en una crisis mundial sin precedentes, ya que, más allá del aspecto coyuntural, se debe resaltar una tendencia más estructural, que es el gran reequilibrio económico y financiero que estamos viviendo desde hace una década a favor de las economías emergentes. Aunque se percibe la crisis como un impacto en todos los rincones del mundo, muchas economías emergentes siguen creciendo a tasas elevadas y acumulando reservas. Estos países están encabezados por los llamados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), y muy seguidos por otras economías ya citadas en este trabajo, como las economías de Oriente Medio, el Sudeste asiático, o ciertos países de Sudamérica. Se está comprobando como estas economías emergentes invierten cada vez más fuera de sus fronteras, tomando posiciones en países desarrollados (Eurozona y EE.UU., principalmente), y sobretodo, cada vez con mayor intensidad, invirtiendo en otros mercados emergentes. Por ejemplo, China, además de convertirse en el cuarto inversor mundial en otras economías extranjeras, en el año 2011 fue el máximo inversor en los países de América Latina, con un 9% del total invertido en la región. Como hemos podido ver a lo largo del presente trabajo, los actores públicos que dirigen estas inversiones, son por lo general, los FRS de cada uno de los países.

Según datos del FMI, únicamente del año 2010 al año 2011, estos fondos multiplicaron por dos sus inversiones fuera de sus fronteras y todo hace preveer, que en los próximos cinco a diez años esta tendencia seguirá al alza. El país europeo donde más invierten estos fondos es Gran Bretaña (17% del total mundial), seguido por Francia, Alemania y España. De hecho, la crisis europea está ofreciendo oportunidades de inversión sin precedentes para ir tomando posiciones en sectores estratégicos y decisivos a medio y largo plazo. Sin embargo, en los últimos dos años, se observan varias tendencias nuevas. Una de las más llamativas, es la tendencia por invertir en otros mercados emergentes. Por ejemplo, los fondos árabes en general, se están mostrando muy activos en América Latina; *Mubadala Development Company*, uno de los FRS de los Emiratos Árabes Unidos, ha entrado con fuerza en el año 2011 en países como: Brasil (tomo una participación de 2.000 millones de dólares, que equivale a una participación del 5,63% en *EBX Group*), China, Rusia y Nigeria. Otro FRS del mismo país, *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), invirtió 1.800 millones de dólares en el banco de inversión brasileño *BTG Pactual*. Además, muchas de las entradas de estos fondos en empresas españolas tienen como finalidad aumentar el acceso a mercados de América Latina,

sería un ejemplo la entrada de *Qatar Holdings* en el capital del Banco Santander o Iberdrola.

En definitiva, todos los argumentos apuntan a un crecimiento de los FRS tanto en tamaño como en número para los próximos años, entrando a formar parte de manera muy activa en la estructura económica mundial, y liderando empresas privadas en diferentes sectores estratégicos. Además, toda la información invita a pensar en un desplazamiento del destino de las inversiones, pasando desde las empresas punteras de las economías desarrolladas, hacia empresas en expansión de mercados emergentes.

4. Transparencia de los Fondos de Riqueza Soberana

Debido a la mayor notoriedad que están adquiriendo los FRS, sobretudo en la última década, dentro de la estructura financiera mundial y la entrada en sectores tan importantes como por ejemplo, la banca de inversión o las multinacionales energéticas, queremos analizar un último aspecto que gira alrededor de estos fondos, y es la transparencia e información de sus inversiones, así como la intencionalidad o motivación de estas entradas de capital en empresas privadas. Según TRUMAN E. (2007), la preocupación de la economía mundial al respecto, radica en la inestabilidad financiera que se puede generar en los mercados, a consecuencia de las decisiones tomadas por los grandes FRS, de la misma manera que preocupa el impacto que pueden tener sus inversiones, en la gestión directa de las empresas en las que toman participación. Partiendo de la confirmación que los FRS en la actualidad, ya poseen más volumen de activos para ser gestionados, que los mismísimos *Hedge Funds*, no parece descabellado analizar las repercusiones que estas inversiones pueden tener.

En primer lugar, podríamos mencionar el típico “efecto arrastre” derivado de las decisiones de inversión que puedan tomar. No preocuparía tanto una posible inversión, ya que esto arrastraría a pequeños inversores a incrementar sus posiciones en el mismo activo, con lo cual favorecería al precio del mismo, sino más bien, la preocupación está en sus desinversiones, es decir, el efecto que puede tener una salida de un inversor de tal envergadura en cualquiera de los activos en que forme parte. Este hecho provocaría una salida en masa (como ya sucede con las actuaciones de los *Hedge Funds*), que haría disminuir drásticamente el precio del activo invertido.

En segundo lugar, debemos mencionar la falta de transparencia en la gestión de los FRS. Esta opacidad se da también en los bancos centrales; sin embargo, la preocupación con estos es menor ya que no suelen invertir en empresas privadas y se orientan normalmente a inversiones en activos seguros por su perfil de menor riesgo (por ejemplo, en bonos del tesoro). Sin embargo, los FRS tienen una predisposición a tomar riesgos mucho mayores (como ya se ha comentado en el primer y segundo capítulo del presente trabajo), sin evitar, necesariamente, situaciones complicadas en los mercados financieros. Sin embargo, pese a la falta de transparencia, se debe continuar con la búsqueda de reformas que puedan satisfacer a ambas partes, tanto a los FRS como a las economías de destino de esta inversión (aunque el destino final sea una empresa privada, la regulación corre a cargo del estamento público); no para entorpecer o evitar el proceso de inversión, sino con el objetivo de encontrar un marco regulatorio beneficioso para el conjunto de la economía mundial, que aporte tranquilidad a ambas partes.

4.1.- Índice de transparencia

Como hemos podido ir comprobando, la falta de transparencia acompaña muy de cerca a la mayor parte de los FRS, y esto, sin duda, genera dudas en todos los sentidos. Como medida de análisis de la transparencia que ofrecen cada uno de los FRS del mundo, el *SWF Institute*, desarrolló un índice de transparencia, llamado "Índice de transparencia Linaburg-Maduell".

Este índice está basado en diez principios esenciales que deben representar la transparencia de los FRS. El cumplimiento de cada uno de los principios aporta un punto al nivel de transparencia, por lo tanto, un nivel de diez puntos sería una máxima transparencia del fondo, mientras que un nivel de un punto representaría una opacidad de información bastante alarmante. Estos diez principios esenciales son:

- El FRS ofrece la razón para la creación del fondo, el origen de la riqueza y la estructura de la propiedad.
- El FRS proporciona los informes anuales auditados por agentes independientes.
- El FRS proporciona información sobre el porcentaje de participación en las empresas, así como su ubicación geográfica.
- El FRS proporciona un valor total de su cartera, así como compensaciones por el gobierno de gestión.

- El FRS proporciona directrices en referencia a las normas éticas y políticas de inversión.
- El FRS proporciona estrategia y objetivos claros.
- El FRS identifica a sus filiales y ofrece informaciones de contacto.
- El FRS tiene identificados a administradores externos.
- El FRS gestiona su propia página web.
- El FRS proporciona la dirección de ubicación de su oficina, así como información de contacto (teléfono y/o fax).

Según la información que aporta el *SWF Institute*, recomienda niveles de transparencia iguales o superiores a ocho, de tal manera que aporten garantías suficientes. A continuación, se detalla el nivel de transparencia de los FRS más importantes y vistos en este trabajo:

Tabla 8: Índice de transparencia de los diez mayores Fondos de Riqueza Soberana de Asia.

Fondo		Índice de transparencia Linaburg-Maduell
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority	3
SEGURA	SAFE Investment Company	2
SAMA	SAMA Foreign Holdings	2
CIC	China Investment Corporation	1
KIA	Kuwait Investment Authority	6
HKMA	Hong Kong Monetary Authority Investm.	7
GIC	Government of Singapore Investm. Corp.	6
TH	Temasek Holdings	8
NSSF	National Social Security Fund	5
QIA	Qatar Investment Authority	5

Fuente: SWF Institute

Como podemos observar en la Tabla 8, la mayor parte de los FRS suspenden en niveles de transparencia. De los diez fondos de mayor envergadura, con más volumen de activos, únicamente el FRS de Singapur (*Temasek Holdings*) tendría un nivel de transparencia óptimo, según la recomendación del *SWF Institute*.

IV.- ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA DE EMIRATOS ÁRABES UNIDOS

Como culminación de nuestro estudio por los FRS de las economías emergentes de Asia, hemos querido estudiar con una mayor profundidad (en ocasiones dificultada por una falta de transparencia del país acerca de sus fondos) el caso de los Emiratos Árabes Unidos, un país que cuenta con siete fondos de este estilo; los cuales provienen, principalmente, de la explotación y exportación del petróleo. Además, cuenta con el mayor FRS del mundo, el *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, con un volumen de activos gestionados estimado en 627 miles de millones de dólares, a finales del año 2011.

1. Características del país

Como ya hemos apuntado brevemente en el anterior capítulo, Emiratos Árabes Unidos es una confederación formada por siete emiratos: Abu Dhabi, Ajman, Dubai, Fujairah, Ras al Khaimah, Sharjah y Umm al-Quwain. El país está situado en el Golfo Pérsico, al sudeste de la península arábiga, y limita con Omán y Arabia Saudí.

Figura 2: Situación de Emiratos Árabes Unidos.



Fuente: Google Maps

Aunque la capital y el centro político se sitúan en el emirato de Abu Dhabi, lo cierto es que cada uno de los siete emiratos conserva una considerable autonomía económica, judicial y política. La autoridad federal del país se encarga, sobretodo, de temas como:

seguridad, defensa, asuntos de nacionalidad e inmigración, educación, salud pública y moneda. El gobierno federal que dirige los siete emiratos, está formado por un Consejo Supremo, un Consejo de Ministros, un parlamento en calidad de Consejo Federal Nacional, y el Tribunal Supremo Federal. El más importante de ellos, el Consejo Supremo, reúne a los gobernantes de cada uno de los siete emiratos, y elige un presidente y un vicepresidente para un periodo de cinco años (cabe decir, que por tradición, el presidente del país es un jeque del emirato Abu Dhabi, y el vicepresidente es un jeque del emirato de Dubai). Este Consejo Supremo tiene tanto poderes legislativos como ejecutivos, aprueba las leyes y planifica la política general del país. El Consejo de Ministros, por su parte, es la autoridad ejecutiva del país, cuyo primer ministro es el vicepresidente del Consejo Supremo. El Consejo Federal Nacional es el consejo asesor del país, y está formado por unos 40 miembros de los diferentes emiratos (el número de representantes de cada emirato es distinto). Este consejo debate las enmiendas constitucionales, revisa los presupuestos anuales del país, y en definitiva, influye en el trabajo del gobierno. Existe una reforma política que debe permitir la entrada de la población de los Emiratos Árabes Unidos en la toma de decisiones de gobierno. Esta reforma conllevará, a medio plazo, a formular elecciones que permitan escoger a la mitad de los representantes del Consejo Federal Nacional. Un gran paso, que debe asumir el país, para minimizar las críticas de muchas organizaciones sobre la política de los países árabes, y que garantizará una mejora de las relaciones institucionales con otros países.

En el año 2010 la población censada en Emiratos Árabes Unidos era de 8,2 millones de personas aproximadamente, de las cuales, únicamente el 20% es propiamente emiratí, es decir nacida en el país; mientras que el 50% de la población procede del sur de Asia (India, Bangladesh, Indonesia y Filipinas, principalmente), y ocupan trabajos poco cualificados, como labores del hogar, o construcción. Prácticamente, el 80% de la población puede considerarse como alfabetizada.

En cuanto a su religión, Emiratos Árabes Unidos se define como un país musulmán, siendo el Islam la religión estatal. El país, por lo tanto, está muy arraigado a la cultura islámica, y existen numerosas leyes que van en consonancia a lo establecido por el Islam. Sin embargo, es un país parcialmente abierto y tolerante con la práctica de otras religiones; por ejemplo, el 9% de la población se define como católica, frente a un 76% de mayoría musulmana. Además, la fuerte influencia de la inmigración asiática hace que exista una gran variedad cultural, haciéndose patente, entre otro, en escuelas, restaurantes y centros culturales.

1.1.- Importancia económica

En 30 años, Emiratos Árabes Unidos ha pasado de ser una economía más bien pobre, a gozar de uno de los PIB per cápita más elevados del mundo, debido principalmente, a la gran cantidad de yacimientos de petróleo y gas natural que posee el país, y a los ingresos derivados de la comercialización y exportación de estas materias primas. Así pues, la economía de los Emiratos Árabes Unidos goza de grandes superávits comerciales año tras año. Según datos históricos del FMI, en los años 80 el sector del petróleo y el gas natural suponían prácticamente el 80% del PIB; sin embargo, en la actualidad, el valor está entorno al 30%, con lo cual se demuestra la intencionalidad de la economía emiratí a diversificarse. Actualmente, pese a la crisis económica que estamos viviendo a nivel mundial, la economía emiratí está siendo capaz de crecer a tasas entorno al 3%.

Las tenencias en petróleo de los Emiratos Árabes Unidos corresponden al 8% del total de reservas mundiales, y además es el séptimo país del mundo con mayores tenencias de gas natural. Cabe decir que los principales yacimientos se encuentran en el emirato de Abu Dhabi, seguido del emirato de Dubai, pero con mucha menor proporción. Esto invita a pensar en la persistencia de la economía emiratí en el medio o largo plazo, debido fundamentalmente, a las grandes necesidades mundiales en petróleo y gas natural, sumadas al incremento de los precios de estas materias primas.

Precisamente, como los jeques que gobiernan el país son concedores de la temporalidad de los ingresos que provienen de la explotación de sus materias primas, han iniciado un proceso de diversificación económica, canalizado, principalmente, por sus siete FRS. Se están haciendo grandes esfuerzos para reducir la dependencia que tiene la economía sobre el petróleo y el gas natural, destinando los beneficios obtenidos por su comercialización a sectores tan diversos como: las infraestructuras, el transporte, el comercio, los servicios financieros y el turismo. Por ejemplo, algunas de las medidas que se están tomando a nivel de gobierno (sin tener en cuenta las inversiones que están haciendo los FRS en algunas empresas internacionales) son: creación de una zona industrial en Abu Dhabi (*KIZAD*) que permite a las empresas extranjeras la participación del 100% en la propiedad (en el resto del país la máxima participación es del 50%, siendo el resto propiedad de un socio local), negociación de acuerdos de comercio internacional, creación de derechos de propiedad intelectual, mejora de los medios de transporte (por ejemplo, creación de aeropuertos con conexiones internacionales, o creación de una red de transporte urbano dentro de las grandes

ciudades), potenciar el sector del turismo con infraestructuras atractivas (por ejemplo, islas ratificales), etc.

2. Los Fondos de Riqueza Soberana de Emiratos Árabes Unidos

Con el objetivo de diversificar los ingresos de la economía de Emiratos Árabes Unidos, y para canalizar los elevados beneficios que se obtienen por la exportación de los recursos naturales, el país tiene creados hasta la actualidad siete FRS:

- *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).*
- *International Petroleum Investment Company (IPIC).*
- *Investment Corporation of Dubai (CIE).*
- *Mubadala Development Company (MDC).*
- *RAK Investment Authority (RIA).*
- *Emirates Investment Authority (EIA).*
- *Abu Dhabi Investment Council (ADIC).*

Aunque en el conjunto del país existen los siete FRS mencionados, se debe tener en cuenta que cada uno de los emiratos que forman el país, tienen un gobierno bastante autónomo, y por lo tanto, cada uno de estos fondos, se supervisa directamente desde el emirato que lo posee. En conclusión, el emirato de Abu Dhabi es propietario de cuatro fondos (ADIA, IPIC, MDC y ADIC), el emirato de Dubai es propietario de uno (CIE), y el emirato de Ras al Khaimah de otro (RIA). Mientras que el fondo EIA es de propiedad federal, y por lo tanto la propiedad está compartida entre los siete emiratos.

Tabla 9: Los siete Fondos de Riqueza Soberana de los Emiratos Árabes Unidos.

País	Fondo		Activos (mm dólares)
EAU (Abu Dhabi)	ADIA	Abu Dhabi Investment Authority	627,0
EAU (Abu Dhabi)	IPIC	International Petroleum Investm. Comp.	48,2
EAU (Dubai)	CIE	Investment Corporation of Dubai	19,6
EAU (Abu Dhabi)	MDC	Mubadala Development Company	13,3
EAU (Ras al Khaymah)	RIA	RAK Investment Authority	1,2
EAU	EIA	Emirates Investment Authority	nd
EAU (Abu Dhabi)	ADIC	Abu Dhabi Investment Council	nd

Fuente: SWF Institute

Observando la Tabla 9, vemos como los FRS de Emiratos Árabes Unidos cuentan con un volumen de activos, estimado a finales del año 2011 por el *SWF Institute*, de aproximadamente 710 mil millones de dólares, siendo el fondo más grande del país (y del mundo), el *Abu Dhabi Investment Authority* que cuenta con un volumen de activos estimado en 627 mil millones de dólares. Sin embargo, estos datos son bastante aproximados, ya que si hay algo que caracteriza a los FRS de Emiratos Árabes Unidos en particular, y a todos los fondos árabes en general, es su falta de transparencia. A continuación, vamos a analizar detalladamente cada uno de los siete fondos del país, a partir de la información facilitada por los mismos fondos a través de sus páginas web, para comprobar toda aquella información que presentan al exterior, y analizar sus inversiones más importantes.

2.1.- *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*

Es el FRS con mayor volumen de activos del mundo, y es propiedad al 100% del gobierno de Abu Dhabi. Aunque no se conoce una cifra exacta del total de activos que posee, el *SWF Institute*, la mayor organización encargada del estudio de estos fondos, lo sitúa en unos 627 mil millones de dólares; aunque cabe decir, que otras estimaciones (probablemente no tan fiables) sitúan esta cifra en un rango que va desde los 300 hasta 900 mil millones de dólares. Fue creado en el año 1976 por el entonces jeque, Zayed bin Sultan Al Nahyan, con el objetivo de invertir los excedentes que tenía el emirato de Abu Dhabi, en la explotación y exportación del petróleo. En ese mismo año, el fondo ADIA, pese a ser 100% propiedad del gobierno de Abu Dhabi, se empieza a gestionar como un fondo de inversión independiente. Actualmente, su presidente es el mismo presidente de los Emiratos Árabes Unidos y gobernante del emirato de Abu Dhabi, el jeque Khalifa bin Zayed Al Nahyan.

Aunque el fondo *Abu Dhabi Investment Authority* no se caracteriza por su transparencia, sí que cuenta con una página web (www.adia.ae) desde la que presenta al mundo los objetivos de esta organización, entre otros aspectos básicos que envuelven al fondo. Por ejemplo, tal y como podemos ver reflejado en la Tabla 10, las áreas de inversión en las que quieren estar presentes. En ningún momento, publican información sobre participaciones en grandes compañías, ni inversiones efectuadas o alguna otra particularidad real de sus inversiones, que permita conocer con mayor detalle el tamaño del fondo. Por regla general, no suelen invertir ni en Emiratos Árabes Unidos, ni en ninguno de los países del Golfo Pérsico, con el objetivo máximo de diversificar su cartera también, geográficamente.

Tabla 10: Intencionalidad geográfica de inversión del Fondo de Riqueza Soberana ADIA.

Áreas en las que quiere estar presente ADIA		
Zona	Mínimo	Máximo
América del Norte	35,00%	50,00%
Europa	25,00%	35,00%
Países desarrollados de Asia	10,00%	20,00%
Países emergentes	15,00%	25,00%

Fuente: Página web del FRS Abu Dhabi Investment Authority (www.adia.ae)

Además de indicar el área geográfica, el fondo ADIA refleja la cartera de participaciones que quiere mantener según el tipo de activo en el que invierte, dando prioridad a la inversión directa en compañías desarrolladas con un rango entre 35% y 45%, seguido de inversiones en compañías de mercados emergentes con un rango entre el 10% y el 20%. Sin embargo, tal y como muestra la Tabla 11, existen hasta diez áreas en las que pretende estar presente, para conseguir, como ya hemos comentado, una cartera bien diversificada, que garantice el futuro de la economía en el emirato de Abu Dhabi cuando los ingresos que provienen de la exportación del petróleo desaparezcan.

Tabla 11: Las diez áreas de inversión del Fondo de Riqueza Soberana ADIA.

Áreas de inversión		
Zona	Mínimo	Máximo
Acciones de empresas	35,00%	45,00%
Acciones de mercados emergentes	10,00%	20,00%
Acciones de empresas de pequeña capitalización	1,00%	5,00%
Bonos	10,00%	20,00%
Créditos	5,00%	10,00%
Inversiones alternativas	5,00%	10,00%
Inmobiliario	5,00%	10,00%
Capital Riesgo	2,00%	8,00%
Infraestructuras	1,00%	5,00%
Depósitos	0,00%	10,00%

Fuente: Página web del FRS Abu Dhabi Investment Authority (www.adia.ae)

Según los datos consultados, ofrecido por el *Annual Review of ADIA*, la tasa de retorno de la inversión a 20 años se sitúa entorno al 7,6%, mientras que a 30 años sube hasta el 8,1%. Otros datos de interés reflejan que aproximadamente el 80% de los activos de ADIA son dirigidos por gestores externos, de manera independiente, en los cuales el FRS aporta el capital y se desentiende de la gestión, absorbiendo los beneficios que estas inversiones generan.

En definitiva, podemos afirmar que la información que aporta este FRS refleja una gestión muy profesional y organizada, ejecutada como si de una empresa privada se tratara, y con unos parámetros a seguir muy rigurosos; sin embargo, debemos poner de manifiesto la falta de transparencia en cuanto a inversiones reales se refiere.

2.1.1.- *Inversiones destacadas*

Gracias a una regulación más estricta en las economías desarrolladas, podemos conocer los accionistas de referencia de cualquier empresa cotizada en algún mercado bursátil. Es por ello que a continuación podemos detallar algunas de las inversiones más importantes de este FRS:

- El 4,9% del banco estadounidense *Citigroup*.
- El 9% de la compañía de inversión estadounidense *Apollo Management LP*, con un total de activos por valor de 5.300 miles de millones de dólares.
- El 4,5% de la inmobiliaria estadounidense *Toll Brothers*.
- Es propietario del *Banque de Tunisie et des Emirats*.
- El 7,6% de la compañía de infraestructuras *Suez Cement Company*.

A todas estas inversiones habría que añadir el resto de activos que tampoco han sido hechos públicos por el fondo; aquí cabría incluir: participaciones en empresas no cotizadas, participaciones en empresas de economías emergentes, inversiones en inmuebles, inversiones en infraestructuras, activos en manos de *Private Equity*, etc.

2.2.- *International Petroleum Investment Company (IPIC)*

Este FRS fue creado en el año 1984 por el gobierno de Abu Dhabi, el cual es el único propietario del fondo. Actualmente cuenta con un volumen de activos estimado por el SWF Institute en 48,2 mil millones de dólares. El Presidente del fondo es el jeque Mansour bin Zayed Al Nahyan, el cual tiene el poder absoluto de nombrar a todos los miembros del consejo de administración.

Sus inversiones se dirigen principalmente al sector de la energía y a la industria que la rodea, y tiene como misión invertir en empresas estratégicas del sector energético que permitan al país mantener un crecimiento sólido a largo plazo. Es decir, al ser conocedores de la temporalidad de sus recursos naturales en petróleo, orientan sus inversiones a empresas nacionales o extranjeras del mismo sector energético que

tengan mayor recorrido en el tiempo, al no tratarse de una fuente finita de energía. A diferencia del Fondo de Riqueza Soberana ADIA, el IPIC sí que informa regularmente de aquellas inversiones que realiza, así como el porcentaje de accionariado que ostenta en cada una de ellas. Concretamente está presente en trece compañías con presencia a nivel mundial:

- Posee el 95,6% de la compañía de inversión de Abu Dhabi, *Aabar Investments*.
- Posee el 64% de la empresa petroquímica austríaca, *Borealis*.
- Posee el 100% de la petrolera española, *CEPSA*.
- Posee el 40% de la química, *Abu Dhabi National Chemicals Co.*
- Posee el 20,76% de la japonesa, *Cosmo Oil Co.*
- Posee el 4% de *Energias de Portugal, S.A.*
- Posee el 30% de la empresa de Emiratos Árabes Unidos, *Gulf Energy Maritime*.
- Posee el 100% de la empresa petroquímica canadiense, *Nova Chemicals Corporation*.
- Posee el 14,89% de la empresa australiana, *Oil Search Limited*.
- Posee el 36% de la compañía de Abu Dhabi, *Oasis International Power*.
- Posee el 24,9% de la austríaca, *OMV Aktiengesellschaft*.
- Posee el 30% de la empresa paquistaní, *Pak-Arab Refinery Ltd.*
- Posee el 15% de la compañía egipcia, *Arab Petroleum Pipeline Company*.

En definitiva, con estas trece inversiones, controla de manera muy directa un sector estratégico de la economía mundial, como son las compañías energéticas. Además, si tenemos en cuenta la presencia geográfica de todas estas compañías, podemos decir que el Fondo de Riqueza Soberana IPIC está presente en más de 150 países. Para cumplir en términos de transparencia con sus requerimientos, el fondo publica sus estados financieros consolidados anualmente. Además, cuenta con el seguimiento de las tres agencias de calificación del riesgo, actualmente cuenta con un Aa3 por la agencia *Moody's*.

2.3.- *Investment Corporation of Dubai (CIE)*

Este FRS fue creado en el año 2006, con la cesión por parte del gobierno del emirato de Dubai, de la cartera de empresas que gestionaba hasta aquel entonces el Departamento de Inversiones y Hacienda. Con este traspaso, se buscaba profesionalizar la gestión de las empresas, y añadir valor a las mismas, como si de un fondo de inversión o empresa de capital riesgo se tratara. Actualmente dispone de un

volumen de activos, estimado según el *SWF Institute* en 19,6 mil millones de dólares. Y sobretodo, debido principalmente a su juventud, tiene inversiones en empresas nacionales, y más específicamente domiciliadas en el emirato de Dubai. El FRS dirigido por el jeque de Dubai, Mohammed bin Rashid al Maktoum, divide sus inversiones en cinco grandes sectores: financiero, transportes, energético e industrial, inmobiliario y de ocio, y por último, el sector retail y otros. Algunas de las empresas más importantes que forman estos cinco grandes grupos, están recogidas en la Tabla 12:

Tabla 12: Empresas propiedad del Fondo de Riqueza Soberana Investment Corporation of Dubai.

Sector financiero	Sector energético e industrial
Emirates NBD	Emirates National Oil Company
Dubai Islamic Bank	Dubai Aluminum Company Limited
Commercial Bank of Dubai	Dubai Cable Company
Borse Dubai	Cleveland Bridge & Engineering ME
National Bonds	Dubai Ice Plant & Cold Stores
Noor Islamic Bank	Sector inmobiliario y de ocio
Union National Bank	Emaar
National Bank of Fujairah	DAFZA
Dubai Investments	Dubai World Trade Center
Emirates Investment and development	Dubai Silicon Oasis Authority
HSBC Middle East Finance Company	Golf in Dubai
Galadari Brothers Group	Sector retail y otros
Sector de transportes	Dubai Duty Free Establishment
Emirates Airlines	Emirates Refreshments Company
DNATA	Emirates Rawabi Est.
Dubai Aerospace Enterprise	Emartech (DATEL)

Fuente: Página web del FRS Investment Corporation of Dubai (www.icd.gov.ae)

Tal y como hemos comentado anteriormente, la práctica totalidad de sus inversiones están localizadas en Emiratos Árabes Unidos. Su objetivo a largo plazo es conseguir unos ingresos diversificados en diferentes áreas de la economía local, que minimicen la dependencia del petróleo y el gas natural; aunque cabe indicar que el emirato de Dubai no dispone de reservas de petróleo muy elevadas, y actualmente, su economía ya se basa en otras áreas, como por ejemplo, el turismo y los servicios financieros (haciendo de puente entre Europa y Asia).

2.4.- Mubadala Development Company (MDC)

El FRS *Mubadala Development Company* (MDC) fue creado en el año 2002 por el gobierno de Abu Dhabi para facilitar la diversificación de la economía del emirato, muy

dependiente de los ingresos obtenidos por la exportación de petróleo. Actualmente, según datos estimados por el *SWF Institute*, cuenta con un volumen de activos a finales del año 2011 por valor de 13,3 mil millones de dólares. Se centran, básicamente, en la inversión en empresas con vistas a un largo plazo para conseguir fuertes retornos financieros, así como beneficios sociales para los Emiratos Árabes Unidos. Según ellos mismos indican en su página web (www.mubadala.ae), el emirato necesita conseguir una estructura económica sostenible en el tiempo. Su Presidente actual es el jeque Mohammed bin Zayed Al Nahyan.

El fondo MDC divide sus inversiones hasta en nueve áreas independientes, cada una de las cuales, tiene la peculiaridad, que es gestionada de manera autónoma, como si de pequeños FRS se tratara dentro de un mismo fondo. Cada uno de estos pequeños grupos tiene objetivos distintos:

- *Mubadala Aerospace*: busca situar a Abu Dhabi como un centro estratégico aeroespacial. Apuesta fuerte por las innovaciones tecnológicas en este campo.
- *Mubadala Capital*: actúa como vehículo para financiar las inversiones del grupo.
- *Mubadala Energy*: aprovechando las sinergias de su liderazgo en el petróleo y el gas natural, busca aprovechar oportunidades que se darán en el futuro en la creciente demanda de energía.
- *Mubadala Healthcare*: busca crear una asistencia sanitaria privada de calidad.
- *Mubadala Industry*: invierten en industrias que pueden contribuir a la diversificación de la economía de Abu Dhabi.
- *Mubadala Informations & Communications technology*: busca dotar al país de una red de telecomunicaciones líder a nivel mundial.
- *Masdar*: actúa en diferentes campos que pretenden posicionar a Abu Dhabi como centro de desarrollo de nuevas ideas empresariales.
- *Mubadala Real Estate & Infrastructure*: desarrolla ambiciosos proyectos para que la infraestructura del país esté acorde con el posicionamiento que le quieren dar.
- *Mubadala Services Ventures*: desarrolla servicios para otras empresas.

En definitiva, la cartera de inversiones supera el centenar de compañías a nivel mundial (con más del 70% en Emiratos Árabes Unidos), de los más variados ámbitos, lo cual otorga a este fondo una cierta posición de liderazgo dentro de muchos sectores económicos del país, ya que son los responsables directos en la toma de decisiones de algunas de las empresas consideradas como estratégicas, en cada uno de estos

sectores, por su incidencia y repercusión de sus acciones. Según aparece recogido en algunas publicaciones, se prevé que sea uno de los FRS del mundo con más crecimiento en los próximos cinco años. En la Tabla 13 destacamos algunas de sus empresas participadas:

Tabla 13: Empresas propiedad del Fondo de Riqueza Soberana Mubadala Development Company.

Aerospace	Real Estate	Energy
PiaggioAero Spa	Al Maryah Island	Dolphin Energy
SR Technics	Four Seasons Hotel AD	Petrofac Emirates
STRATA	Zayed University	Pearl Energy
Sanad	Mina Zayed	Tatweer Petroleum
Healthcare	Services Ventures	Capital
Cleveland Clinic Abu Dhabi	Abu Dhabi Terminals	GE
Minhaal	Abu Dhabi Finance	The Carlyle Group
ICLDC	LeasePlan Emirates	
Industry	Information	
Emirates Aluminium	Etisalat	
Tabreed	Prodea Systems	
Azaliya	Yahsat	

Fuente: Página del FRS Mubadala Development Company (www.mubadala.ae)

2.5.- RAK Investment Authority (RIA)

El FRS *RAK Investment Authority* (RIA) creado en el año 2005, pertenece al gobierno del tercer emirato del país, Ras al Khaimah, que se sitúa en importancia por detrás de los emiratos de Abu Dhabi y Dubai. Actualmente, según los datos analizados por el SWF Institute, cuenta con un volumen de activos estimado en 1,2 mil millones de dólares, mucho menor que los anteriormente comentados, pero con una importancia estratégica y de liderazgo en este emirato.

A diferencia de la calidad meramente inversora de los anteriores FRS, RIA posee un hecho diferencial, y es que desarrolla y dirige grandes parques industriales dentro del emirato de Ras al Khaimah, con muchas ventajas para las empresas extranjeras que se instalan, como por ejemplo: poder tener el 100% de propiedad de su empresa (en Abu Dhabi y Dubai es necesario tener un socio local que adquiere el 50% del capital), exención total de impuestos, ninguna tasa ni para las importaciones ni para las exportaciones, etc. Según la información facilitada por el propio fondo, en los últimos tres años, RIA ha captado 2,5 mil millones de dólares en inversiones extranjeras en sus áreas de libre comercio. Además, RIA es propietaria de otras empresas, tal y como recoge la Figura 3, que ofrecen servicios en estos parques industriales: logística,

energía, inmuebles, tecnología, etc. En definitiva, RIA opta por un desarrollo económico desde la base, ofreciendo facilidades fiscales a empresas extranjeras para instalarse allí y desarrollando servicios complementarios que fomenten un crecimiento estructurado de la economía del país.

Figura 3: Organización de las inversiones del Fondo de Riqueza Soberana RAK Investment Authority.



Fuente: www.rak-ia.com

El fondo dirigido por el presidente del emirato, el jeque Saud bin Saqr al Qassimi, no tiene inversiones en el extranjero, a excepción de un parque industrial que está construyendo en Georgia, que también va a gozar de ventajas fiscales para las empresas que se instalen. Sin duda, este sistema de captar inversiones extranjeras, puede beneficiar al emirato a medio y largo plazo, al atraer a muchas multinacionales extranjeras para operar en un mercado en crecimiento, y puede convertir a Ras al Khaimah en un puente comercial entre el continente asiático y Europa.

2.6.- Emirates Investment Authority (EIA)

El FRS, *Emirates Investment Authority* (EIA), es el único fondo de Emiratos Árabes Unidos que está dirigido por los siete emiratos que forman el país, y cuyos beneficios son comunes para todo el país (a diferencia de los otros seis fondos que dependen exclusivamente de un único emirato, básicamente Abu Dhabi, Dubai o Ras al Khaimah).

Es el punto de partida por un esfuerzo común de Emiratos Árabes Unidos en convertirse en una economía sólida, menos dependiente de la exportación de recursos naturales, y sobretodo, con una diversificación empresarial que garantice el futuro del país. El fondo EIA fue creado a finales del años 2007, y en la actualidad, cuenta con inversiones en unas 30 compañías estatales, de diferentes sectores (sobretudo telecomunicaciones, servicios financieros, alimentación y educación) y con intereses empresariales radicados en el país. A fecha de hoy se desconoce el total del volumen de activos que posee el fondo, que además de tener inversiones empresariales,

también cuenta con otro tipo de inversiones, como por ejemplo, bonos estatales o inversiones en empresas de capital riesgo. Algunas de sus inversiones más significativas son:

- Posee el 60% de la compañía Etisalat (*Emirates Telecommunications Group*); compañía que opera en 18 países y tiene más de 100 millones de clientes, sobretodo en territorio asiático y africano.
- Posee el 39,5% de la compañía de telecomunicaciones *Du*.
- Posee una pequeña participación en el banco *Gulf International Bank*, con sede en Bahrain.

En definitiva, todas aquellas empresas estatales que poseía el gobierno de Emiratos Árabes Unidos en su conjunto, fueron traspasadas a este FRS, con el objetivo de gestionar de manera más eficaz los intereses del país.

2.7.- *Abu Dhabi Investment Council (ADIC)*

El FRS, *Abu Dhabi Investment Council (ADIC)*, pertenece al gobierno del emirato que lleva por nombre. Fue creado en el año 2007 a partir de la escisión del FRS, *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, que separó las empresas locales, que pasaron a depender de este nuevo fondo. Así, el fondo ADIC tiene como objetivo principal el desarrollo internacional de las empresas locales, a la vez que amplía la base económica del emirato de Abu Dhabi. Con esta escisión, el gobierno de Abu Dhabi busca especializar cada uno de sus FRS para que unifiquen objetivos, y de esta manera, trabajen con una orientación a resultados más óptima. El actual presidente del fondo ADIC es el presidente del emirato de Abu Dhabi (que también ostenta la presidencia de fondo ADIA), el jeque Khalifa bin Zayed Al Nahyan.

Aunque tiene inversiones en muchos sectores, el sector predominante en el que está presente ADIC es el de los servicios financieros. Algunas de estas inversiones son:

- Posee el 70,48% del *National Bank of Abu Dhabi*.
- Posee el 64,48% del *Abu Dhabi Commercial Bank*.
- Posee el 50,01% del *Union National Bank*.
- Posee el 23,80% de la compañía de seguros *Abu Dhabi National Insurance Company*.
- Posee el 98,00% de la compañía de inversión *Abu Dhabi Investment Company*.

- Posee el 30,00% del *Abu Dhabi Aviation Company*.
- Posee el 40,00% de la empresa química más importante del país *Abu Dhabi National Chemicals Company*.

Además de otras inversiones en empresas locales, el fondo ADIC, también tiene otros intereses económicos, sobretodo en renta fija, en inversiones inmobiliarias y en firmas de *private equity* que inyectan dinero en empresas con un desarrollo potencial. Dentro de sus numerosas inversiones inmobiliarias destaca el 90% de uno de los edificios más emblemáticos de la ciudad de Nueva York, el edificio *Chrysler*. En definitiva, se desconoce por completo el volumen de activos que posee este FRS, creado por la escisión del mayor fondo del mundo en volumen de activos, ADIA; sin embargo, todo hace pensar que se sitúa entre las primeras posiciones del panorama mundial.

CONCLUSIÓN

El gran crecimiento de la economía asiática es ya una evidencia dentro de la estructura económica mundial, y cada vez con mayor fuerza, se hace notar el poder de liderazgo que van a conseguir estos países en las próximas décadas. Con la implementación y proliferación de los vehículos de inversión estudiados en el presente trabajo, los FRS, no solamente van a conseguir una economía nacional fuerte e importante dentro del contexto internacional, sino que con sus inversiones en compañías estratégicas de otros países, van a entrar a formar parte de aquel grupo de actores, que con sus constantes tomas de decisiones, dirigirán el rumbo económico a nivel internacional.

Podríamos afirmar que los FRS (junto con los bancos centrales) tienen un papel fundamental en la persistencia de los desequilibrios mundiales, ya que, contribuyen en cierta medida, a cubrir las necesidades de financiación de aquellos países con déficit por cuenta corriente; a la vez que evitan el ajuste interno de los países con superávit por cuenta corriente, justamente, aquellos países donde se están acumulando los activos soberanos. Todo hace pensar que los FRS continuarán incrementando su contribución dentro del panorama económico mundial. Esta afirmación viene fundamentada en el análisis del presente trabajo, tomando como referencia, entre otros argumentos: la imparable escalada de los precios de las materias primas (principalmente el petróleo), los reducidos costes derivados de acumular activos dentro de estos fondos, e incluso, la creciente tendencia a transferir reservas del banco central a los propios FRS. Sin embargo, también existe algún argumento que invita a pensar en un desplome del volumen de activos que acumulan estos fondos (sobretudo FRS de países desarrollados), donde dada la crisis económica actual, algunos de ellos podrían verse forzados a desinvertir para financiar el creciente gasto público, o para incentivar planes de estímulo de la economía, que ayuden a superar la situación actual. Sea como fuere, la importancia que los FRS van a tener en el futuro requiere de un cierto esfuerzo por parte de todos los agentes implicados, pasando desde los propios fondos, por las empresas en las cuales invierten, y hasta las instituciones que deberían regular estos movimientos de capital, para facilitar una transparencia completa de estos movimientos financieros,

El papel que desarrollen los FRS favorecerá o perjudicará los intereses de la economía mundial. A continuación, queremos repasar una serie de desafíos futuros a modo de recomendaciones a tomar (en base al análisis realizado en este trabajo), para la

correcta convivencia entre todos los actores económicos mundiales, de tal manera que esto suponga una mejora generalizada, y favorezca a todos los integrantes:

- Crear una institución a nivel mundial que se dedicara, exclusivamente, a la supervisión de todos los FRS, garantizando un correcto comportamiento de todos los actores en la escena internacional. Esta institución debería dictaminar y regular aspectos tales como: normas de constitución, criterios legales a seguir, análisis de inversiones, estudio de posibles incompatibilidades estratégicas, etc.
- Los FRS deberían ser capaces de ofrecer una mayor transparencia a todos los niveles. Esto supondría una mayor tranquilidad para los países de destino de las inversiones de estos fondos, y garantizaría un correcto funcionamiento de la estructura económica.
- En todos aquellos países en vías de desarrollo, con presencia de FRS, originados a partir de la explotación, comercialización y exportación de recursos naturales, las autoridades internacionales deberían ser capaces de garantizar que los beneficios obtenidos de sus inversiones son realmente destinados al desarrollo de su población y a la mejora de sus condiciones de vida (infraestructuras, sanidad, educación, etc.).

En definitiva, el cambio de los actores principales dentro del panorama económico mundial, presenta grandes desafíos que deben ser llevados a cabo. En este momento de crisis e inestabilidad económica, se hace necesario trabajar profundamente en todas aquellas áreas que pueden devolver aquella estabilidad financiera de la que gozaban las economías desarrolladas. Sin embargo, las buenas o malas decisiones que se tomen en la actualidad, así como los actos que se vayan sucediendo, dictaminarán el éxito o fracaso de la relación entre los FRS y las economías mundiales.

Bibliografía

Libros y documentos bibliográficos

AIZENMAN, J. Y GLICK, R. (2008); *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facuss about their determinants and governance*. Cambridge: National Bureau of economic research (NBER).

ALLEN, M. Y CARUANA, J. (2008); *Sovereign wealth Funds – A work agenda*. International Monetary Fund.

BANCO DE ESPAÑA (Mayo 2011); *Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial*. Boletín Económico.

BANCO DE ESPAÑA (Enero 2009); *Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales*. Boletín Económico.

BCE (Enero 2009); *Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes*. Boletín Mensual.

BECK, R. Y FIDORA, M. (2008); *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*. European Central Bank.

BERNSTEIN, S.; LERNER, J.; SCHOAR, A. (2009); *The investment strategies of Sovereign Wealth Funds*. Cambridge: National Bureau of economic research (NBER).

CARROL, C. Y JEANNE, O. (2009); *A tractable model of precautionary reserves, net foreign assets, or sovereign Wealth Funds*. Cambridge: National Bureau of economic research (NBER).

CENTRAL BANKING JOURNAL (2005); *Who holds the wealth of nations?*

ESCHWEILER, B. Y GARCÍA FERNÁNDEZ, D. (2008); *Sovereign wealth funds: A bottom-up primer..* Singapore: JPMorgan Chase Bank.

GUIJARRO SEGADO, P. (2008); *Sovereign wealth Funds. La riqueza que viene*. Boletín económico del ICE nº 2934.

JOHNSON, S. (2009); *The rise of Sovereign Wealth Fund*. Finance & Development.

L'HOTELERIE-FALLOIS ARMAS, P. Y SERENA GARRALDA, JM. (2008); *Petróleo y flujos financieros internacionales: el caso de las economías del Golfo*. ICE.

RAUTAVA, J. (2008); *Sovereign wealth funds arouse political passions*. Finlandia: Bank of Finland.

RIPOLL I ALCÓN, J. (2008); *La vulnerabilidad financiera en las economías emergentes de Asia Oriental y América Latina tras la crisis de los noventa*. Barcelona: CIDOB Edicions.

RISKMETRICS GROUP (2008); *Sovereign wealth Funds & Emerging Governance Issues*. RiskMetrics Group's Governance Institute.

TRUMAN, E. (2007); *A scoreboard for Sovereign Wealth Funds*. Peterson Institute.

TRUMAN, E. (2007) *Sovereign Wealth Funds: the need of greater transparency and accountability*. Peterson Institute.

Páginas web consultadas

www.adcouncil.ae Página del FRS Abu Dhabi Investment Council (ADIC).

www.adia.ae Página del FRS Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).

www.bancomundial.org/ Página del Banco Mundial.

www.eia.gov.ae Página del FRS Emirates Investment Authority (EIA).

www.icd.gov.ae Página del FRS Investment Corporation of Dubai (CIE).

www.iese.com Página Peterson Institute for International Economics.

www.imf.org Página del Fondo Monetario Internacional.

www.ipic.ae Página del FRS International Petroleum Investment Company (IPIC).

www.mubadala.ae Página del FRS Mubadala Development Company (MDC).

www.rak-ia.com Página del FRS RAK Investment Authority (RIA).

www.swfinstitute.org/ Página SWF Institute; institución dedicada al análisis de los FRS de todo el mundo.