
RECUADRO 3
FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA DE PAÍSES EXPORTADORES DE *COMMODITIES*

Los países que cuentan con una base exportadora con alto contenido de "*commodities*" enfrentan retos específicos de diseño de las instituciones relacionadas al manejo fiscal debido a la volatilidad de los precios de estos productos y al hecho de que usualmente se trata de recursos no renovables (como la minería y la explotación de hidrocarburos).





La alta volatilidad en los precios de estos productos se suele transmitir a los ingresos fiscales mediante cambios en la recaudación por impuesto a la renta y regalías pagadas al Estado por las empresas privadas, o mediante cambios en los dividendos y transferencias que las empresas estatales del sector realizan al gobierno nacional.

Esta mayor volatilidad de los ingresos fiscales dificulta el planeamiento del gasto público y aumenta la vulnerabilidad fiscal: en periodos de precios bajos el fisco puede verse obligado a reducir los gastos públicos, mientras que los periodos de alza de precios suelen ser acompañados de presiones domésticas a gastar estos recursos, sobre todo cuando el país muestra brechas severas de infraestructura o servicios públicos, lo que puede afectar negativamente la calidad del gasto.

Asimismo, como es difícil distinguir en la práctica los componentes permanentes y temporales de los cambios en los precios internacionales, ante un aumento temporal de ingresos el fisco puede reaccionar aumentando componentes permanentes del gasto público, lo que aumenta la vulnerabilidad del Estado ante choques adversos de términos de intercambio, y dificulta establecer políticas financieramente sostenibles, lo que se traduce en un acceso más costoso al mercado de capitales.

Además de la vulnerabilidad fiscal y menor calidad del gasto público, la volatilidad de los precios de los *commodities* se trasladan también al tipo de cambio real: periodos de precios de *commodities* altos están asociados a apreciaciones reales, lo que hace más difícil diversificar la base de productos de exportación. Esto se explica porque un aumento de los términos de intercambio opera como una mejora en el ingreso real de los residentes de un país, cuando este mayor ingreso es gastado aumenta la demanda de bienes no transables y con ella su precio relativo respecto a los bienes transables, lo que genera la apreciación real.

Por otro lado, en la medida que los ingresos provenientes de recursos no renovables no constituyen propiamente renta, sino la transformación de riqueza natural en activos financieros, el país enfrenta el problema de diseñar mecanismos que aseguren que no sólo la generación presente de ciudadanos disfrute de los beneficios de la explotación de los recursos del país sino que estos beneficios se extiendan hacia las generaciones futuras.

Una respuesta institucional por parte de varios países exportadores de *commodities* ha sido la creación de “Fondos de Riqueza Soberana”. Estos fondos soberanos se pueden definir como “vehículos del gobierno financiados por ingresos externos en divisas, pero separados de las reservas internacionales”. Los Fondos de Riqueza Soberanos difieren de las Reservas Internacionales en términos de objetivos y portafolios. Las Reservas Internacionales se han invertido históricamente en títulos de alta calificación y liquidez (usualmente en títulos de renta fija soberana) para fines de la intervención en el mercado de divisas, mientras que los fondos soberanos suelen adoptar un enfoque a más largo plazo, colocando recursos en renta variable internacional, *commodities*, y valores de renta fija del sector privado, que son utilizados para alcanzar los objetivos estratégicos y financieros a largo plazo de la nación⁹.

9 Lowery, C. (2007). “Sovereign Wealth Funds and the International Financial System”. Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference on the Asian Financial Crisis Revisited. US Treasury Washington DC. Junio 2007.

Los fondos más antiguos fueron creados en la década de los años cincuenta y su uso se ha extendido a lo largo del tiempo. La reciente alza de la cotización internacional del petróleo y de diversos metales ha ocasionado que los activos administrados por estas entidades aumenten en forma considerable. De acuerdo a información del *Sovereign Wealth Fund Institute* los principales fondos soberanos con activos generados por ingresos por *commodities* estarían administrando activos por alrededor de US\$ 2,4 billones.

FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA PROVENIENTES DE *COMMODITIES*

País	Nombre del fondo	Activos en miles de millones (US\$)	Fecha de creación	Origen
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	627,0	1976	Petróleo
Noruega	Government Pension Fund – Global	512,0	1990	Petróleo
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	439,1	n/a	Petróleo
Kuwait	Kuwait Investment Authority	202,8	1953	Petróleo
Rusia	National Welfare Fund	142,5	2008	Petróleo
Qatar	Qatar Investment Authority	85,0	2005	Petróleo
Libia	Libyan Investment Authority	70,0	2006	Petróleo
Argelia	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Petróleo
Kazajistán	Kazakhstan National Fund	38,0	2000	Petróleo
Estados Unidos – Alaska	Alaska Permanent Fund	37,0	1976	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Agency	30,0	1983	Petróleo
Irán	Oil Stabilisation Fund	23,0	1999	Petróleo
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	21,8	2006	Cobre
Azerbaiyán	State Petroleum Fund	21,7	1999	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Dubái	Investment Corporation of Dubai	19,6	2006	Petróleo
Canadá	Alberta's Heritage Fund	14,4	1976	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	International Petroleum Investment Company	14,0	1984	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	Mubadala Development Company	13,3	2002	Petróleo
Bahréin	Mumtalakat Holding Company	9,1	2006	Petróleo
Omán	State General Reserve Fund	8,2	1980	Petróleo y Gas
Botsuana	Pula Fund	6,9	1994	Diamantes y Minerales
Timor Oriental	Timor-Leste Petroleum Fund	6,3	2005	Petróleo y Gas
Arabia Saudita	Public Investment Fund	5,3	2008	Petróleo
Estados Unidos – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	4,7	1974	Minerales
Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,9	2000	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1,2	2005	Petróleo
Venezuela	FEM	0,8	1998	Petróleo
Nigeria	Excess Crude Account	0,5	2004	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,4	1956	Fosfatos
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,3	2006	Petróleo y Gas

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute.

La siguiente tabla resume las fuentes y usos de recursos de algunos Fondos de Riqueza Soberana¹⁰:

10 Davis, J y Otros(2001) “*Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources*”. IMF Occasional Paper 205. IMF Washington DC. 2001.





CARACTERÍSTICAS DE ALGUNOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

País	Nombre	Objetivos	Fecha Creación	Regla de Acumulación	Regla de Uso	Entidad Responsable
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	Financiar déficit amortizar deuda	2006	Superávit fiscal luego de aporte a Fondo de Pensiones y Banco central	En caso de déficit para no recurrir a endeudamiento	Ministerio de Hacienda Administrado por el Banco Central
Noruega	Fondo Petrolero Estatal	Estabilización y ahorro	1990	Ingresos fiscales del petróleo	Transferencias aprobadas por Parlamento	Ministerio de Finanzas
Kuwait	Fondo General de Reserva	Estabilización y ahorro	1960	Superávit presupuestal	Transferencias discrecionales	Ministerio de Finanzas y Banco Central
Oman	Fondo Estatal de Reservas Generales	Ahorro	1980	Ingresos petroleros por encima del presupuesto	Transferencias discrecionales	Agencia autónoma

Fuente: FMI.

En términos generales, estos fondos se usan para facilitar el logro de los siguientes objetivos:

- Aislar el gasto público de la volatilidad de los términos de intercambio: El fondo contribuye a este objetivo toda vez que permite ahorrar los excesos de ingresos en los tiempos buenos y usar estos ahorros en los tiempos difíciles. Un gasto público más estable contribuye a reducir la amplitud y la volatilidad del ciclo económico, con lo cual se favorece un mayor crecimiento sostenible.
- Favorecer la equidad intergeneracional: El ahorrar parte de los ingresos provenientes de la explotación de recursos no renovables implica que la generación actual y las futuras puedan gozar de un mayor gasto público. Además, si el país tiene que afrontar en el futuro fuertes demandas sociales por concepto de pensiones, debería acumular fondos para financiar estos costos sociales.
- Mitigar apreciación cambiaria: Como resultado del auge temporal de un sector exportador ligado a recursos naturales, suele presentarse una apreciación real de la moneda con efectos adversos sobre la competitividad de la economía (Enfermedad Holandesa). Esto puede evitarse si se esteriliza la entrada de las divisas por la exportación de los recursos no renovables en un fondo con inversiones en el exterior.
- Auto-seguro contra el riesgo de iliquidez: Contar con un fondo acumulado durante los periodos de auge evita que en épocas de recesión se recurra a deuda pública en condiciones financieramente desventajosas y en el límite a entrar en cesación de pagos causada por una pérdida no anticipada de acceso al mercado internacional de capitales.

Los fondos soberanos generalmente no se involucran en políticas macroeconómicas domésticas de corto plazo con dos excepciones¹¹: (i) transferencias al presupuesto por necesidades excepcionales y focalizadas y (ii) retiro de fondos para apoyar al Banco Central en caso de requerimientos excepcionales de apoyo a la Balanza de Pagos y la política monetaria.

Finalmente, es deseable que la asignación de los recursos de los Fondos Soberanos no implique el financiamiento de mayores gastos de inversión en el mismo periodo. Como acabamos de reseñar, los Fondos de Riqueza Soberana son fundamentalmente un mecanismo para promover el ahorro público y para administrarlo mediante inversiones en el exterior, hasta cuando se requiera su utilización, ya sea por caída de precios de *commodities* o por agotamiento del recurso. Si estos fondos se utilizan para financiar inversión local, ello conllevaría efectos macroeconómicos no deseados como:

- Aumento de la inflación: El mayor de gasto de capital sería equivalente a un aumento en la demanda interna que presionaría sobre los precios, en particular de los bienes no transables.
- Apreciación cambiaria: La acumulación de recursos en los Fondos Soberanos ayuda a esterilizar los flujos de divisas provenientes del superávit de la balanza de pagos. Su uso implicaría la conversión a moneda local de estos recursos, lo que revertiría las políticas que condujeron a la acumulación de reservas.
- Riesgos fiscales: El financiamiento mediante Fondos Soberanos de proyectos públicos que deberían incorporarse al presupuesto ordinario puede generar problemas relacionados con la contabilidad, transparencia y riesgos fiscales.
- Mayor vulnerabilidad de la economía: la economía tendría una menor capacidad de respuesta frente a una reversión de los altos precios de los *commodities* y salidas de capitales.

11 Hammer y Otros (2008) "Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices". IMF Working Paper 08/254. IMF Washington DC. Noviembre 2008.

