



Asamblea General

Distr. general
31 de agosto de 2012
Español
Original: inglés

Sexagésimo séptimo período de sesiones

Quinta Comisión

Tema 138 del programa provisional*

Régimen de pensiones de las Naciones Unidas

Inversiones de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas y medidas adoptadas para aumentar su diversificación

Informe del Secretario General

I. Introducción

1. La gestión de las inversiones de los activos de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas es responsabilidad fiduciaria del Secretario General de las Naciones Unidas, que actúa en consulta con el Comité de Inversiones y teniendo en cuenta las observaciones sobre política general del Comité Mixto de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas y de la Asamblea General. El Comité de Inversiones ofrece asesoramiento al Secretario General sobre la estrategia de inversiones y examina las inversiones de la Caja en sus reuniones trimestrales. El Subsecretario General de Servicios Centrales de Apoyo ha sido nombrado representante del Secretario General respecto de las inversiones de la Caja y tiene responsabilidad delegada para supervisar las inversiones de los activos de la Caja en nombre del Secretario General. El representante cuenta con la colaboración del personal de la División de Gestión de las Inversiones. En el momento del examen inicial, todas las inversiones deben satisfacer los criterios de seguridad, rentabilidad, liquidez y convertibilidad.

2. En el presente informe se proporciona información sobre la gestión de las inversiones de la Caja en el período comprendido entre el 1 de abril de 2010 y el 31 de marzo de 2012, sobre el rendimiento de esas inversiones y su diversificación, y sobre las inversiones de la Caja relacionadas con el desarrollo. En el ejercicio económico terminado el 31 de marzo de 2011 el rendimiento de las inversiones de la Caja fue de 11,9%, mientras que en el año civil terminado el 31 de diciembre de 2011 el rendimiento fue de -3,9%. En el ejercicio económico terminado el 31 de marzo de 2012 el rendimiento de las inversiones de la Caja fue de 0,6%.

* A/67/150.



Afortunadamente, la inestabilidad de los mercados se manifiesta en movimientos tanto a la alza como a la baja. En el período de dos años terminado el 30 de junio de 2012, el rendimiento de las inversiones de la Caja fue de 8,6%. Si bien es cierto que los resultados recientes se vieron reforzados gracias a la incorporación de mecanismos de gestión sistemática de los riesgos en el último trimestre de 2011, muchas de las mejoras registradas en 2012 fueron resultado del pronunciado repunte de los mercados financieros. Teniendo en cuenta la extrema inestabilidad e incertidumbre reinante en los mercados mundiales, la División de Gestión de las Inversiones hizo lo posible por reducir los riesgos.

II. Cambios registrados durante el bienio

3. Durante el bienio terminado el 31 de marzo de 2012, la Caja se benefició de la amplia recuperación de los mercados de valores en todo el mundo, que emergieron con éxito del punto más bajo alcanzado en marzo de 2009, gracias a lo cual la Caja llegó a registrar un nuevo máximo histórico de 42.978 millones de dólares el 3 de marzo de 2011, que superó al máximo anterior alcanzado en octubre de 2007 antes de la crisis financiera mundial. No obstante, debido a la creciente preocupación suscitada por la crisis de la deuda europea, el desapalancamiento en el sector financiero, la existencia de segmentos vulnerables en los mercados desarrollados y la presión inflacionaria en los mercados emergentes, el crecimiento económico a nivel mundial fue por lo general muy moderado. Los mercados emergentes de todo el mundo, que fueron los principales propulsores del crecimiento en los últimos años, no permanecieron inmunes a esa situación. Al 31 de marzo de 2012, la Caja tenía activos por valor de 43.091 millones de dólares.

4. La Caja comenzó a comprar valores en el primer trimestre de 2009 y ha mantenido una posición de sobreponderación desde el tercer trimestre de ese año. No obstante, tras la reunión del Comité de Inversiones en julio de 2011, comenzó a reducir sus inversiones en valores de forma agresiva. Pese a una valoración muy positiva, los precios de los valores se redujeron a finales de año debido al deterioro de las condiciones en Europa. En el tercer trimestre de 2011, la Caja redujo el porcentaje de su cartera en valores de los mercados desarrollados del 65,3% al 60% aproximadamente y, al 30 de septiembre de 2011, ese porcentaje se había reducido aun más hasta llegar al 58,7%. Al concluir el ejercicio económico bienal, las inversiones en valores representaban el 60,6% de la cartera. Debido a la reducción de la inversión en valores, la Caja mantuvo un nivel relativamente alto de liquidez en efectivo (alrededor del 4,8% del total de activos de la Caja al 31 de diciembre de 2011). La División de Gestión de las Inversiones mantuvo una actitud prudente respecto de los valores de renta fija, habida cuenta de que su rendimiento alcanzó mínimos históricos. La inversión en bonos se mantuvo por debajo del objetivo estratégico a largo plazo del 31%. A finales de marzo de 2012, las inversiones en bonos representaban el 28,8% de la cartera. Las inversiones en bienes raíces aumentaron del 3,6% de la cartera el 1 de abril de 2010 al 4,5% a finales del ejercicio económico bienal. Con el fin de diversificar las inversiones y conseguir un mejor rendimiento, la División de Gestión de las Inversiones examinó también numerosas oportunidades de inversión en los mercados de capital privado, bienes raíces, infraestructuras y productos básicos. El desarrollo metódico y prudente de la cartera lleva tiempo porque requiere un meticuloso y amplio proceso de diligencia debida (en el curso del cual muchas de las propuestas de inversión acaban siendo rechazadas), negociación de los contratos y trámites de inversión.

5. En el ejercicio económico bienal terminado el 31 de marzo de 2012, la Caja obtuvo, en su conjunto, un rendimiento anual del 6,09% y un rendimiento del 7,42% utilizando el indicador de referencia 60/31. Los resultados de las inversiones de la Caja mejoraron en el período de dos años terminado en junio de 2012, con un rendimiento global del 8,6% y del 9,8% utilizando el indicador de referencia 60/31 según las estimaciones preliminares. En el bienio terminado el 31 de marzo de 2012, las inversiones en valores generaron un rendimiento del 5,9%, frente al 6,96% obtenido por los valores de referencia del índice Morgan Stanley Capital International (MSCI). La reducción del peso de las inversiones en Europa contribuyó a la obtención de unos resultados relativamente buenos. Sin embargo, la no inversión en Indonesia y Tailandia fue un factor negativo en la distribución por países de la cartera internacional de inversiones. La selección de productos básicos de consumo fue el principal contribuyente negativo a los resultados, debido, entre otras cosas, a que no se invirtió en tabaco por estar prohibido. El efecto de la selección de productos financieros también fue negativo ya que los resultados de los grandes fondos de capital, como los bancos de inversión, fueron insatisfactorios, mientras que los de fondos más pequeños, en los que la Caja tiene poca participación, fueron mucho mejores durante la crisis financiera.

6. En el período de dos años terminado el 31 de marzo de 2012, la cartera de bonos de la Caja obtuvo un rendimiento del 6,39%, con lo que superó en 19 puntos básicos el rendimiento del 6,20% del índice Barclays Global Aggregate Bond. Durante ese período, la elevada representación de bonos de fuera de los mercados principales, como Australia, Malasia, México, Noruega, Polonia y Suecia, contribuyó positivamente al rendimiento de la Caja. La Caja mantuvo un bajo nivel de inversiones en euros y yenes. En el caso del euro fue algo que favoreció el rendimiento pero en el caso del yen resultó perjudicial debido a la fuerte apreciación de esa moneda frente al dólar de los Estados Unidos. Las inversiones de la Caja en dólares de los Estados Unidos y libras esterlinas obtuvieron resultados por debajo del nivel de referencia debido a su corta duración como consecuencia de la caída de las tasas de interés.

7. A más largo plazo, el rendimiento de la Caja fue superior al del indicador de referencia 60/31 en los últimos 5, 7 y 10 años. Al 31 de marzo de 2012, el rendimiento nominal de la Caja en los últimos 10 años era del 7,3% mientras que el del indicador de referencia 60/31 era del 6,6%. La tasa real de rendimiento en los últimos 10 años, ajustada para tener en cuenta la inflación, fue del 4,8%, con lo que supera el objetivo a largo plazo del 3,5% fijado para las inversiones. La Caja procurará superar el nivel de referencia establecido a largo plazo mediante una gestión activa de las inversiones, asegurando una selección eficaz de valores y una reestructuración periódica de los activos a fin de mantener los objetivos de la Caja en materia de inversiones. La División de Gestión de las Inversiones sigue centrando la atención en mantener el equilibrio entre los riesgos y las expectativas de rendimiento mediante el reparto de los activos de la Caja con arreglo a objetivos de distribución de la cartera que sean apropiados para el cumplimiento de los objetivos de inversión a largo plazo.

8. En marzo de 2011, la División de Gestión de las Inversiones utilizó fondos cotizados en bolsa de manera eficaz, rápida y eficiente para ajustar prontamente la distribución de activos, lo que le permitió ajustar el peso de las inversiones en valores. Durante el tercer trimestre de 2011, la Caja vendió valores por un monto neto de aproximadamente 850 millones de dólares y la mayoría de esas

transacciones se efectuaron en julio, antes de que los mercados sufrieran una pronunciada caída en el mes de agosto. De no haber sido por los fondos cotizados en bolsa, la Caja no hubiera podido vender tal cantidad de valores en tan poco tiempo. En esa situación, se utilizó la indización como herramienta práctica para ajustar las inversiones a corto plazo en relación con el mercado de valores de los Estados Unidos. En vez de reemplazar toda la cartera de valores en el mercado norteamericano por un índice pasivo de títulos, el objetivo fue comprar una combinación de valores de los grandes fondos de capital del índice Standard and Poor's 500 y del índice Russell 2000 Growth, mientras se determinaba qué inversiones concretas se mantendrían a largo plazo.

9. Una vez que la División de Gestión de las Inversiones haya establecido un equipo de tramitación de las inversiones (cuya contratación está en curso) y la infraestructura necesaria para su procesamiento, la División podrá mejorar la ejecución y, de ese modo, reducir los costos de transacción y posiblemente los precios de ejecución. En los dos últimos años, se ha adquirido la infraestructura informática necesaria (incluidos los sistemas Murex y Omgeo) para facilitar el procesamiento de los valores y la generación de información contable. Al mismo tiempo, la División de Gestión de las Inversiones podrá aplicar una estrategia táctica de distribución de los activos que resulte efectiva y eficaz para reducir aun más los costos de inversión.

10. Conforme a lo tratado por el Comité de Inversiones en noviembre de 2011 y febrero de 2012, y con la aprobación del Representante del Secretario General, la División de Gestión de las Inversiones invirtió en un fondo cotizado en bolsa para llevar un seguimiento del índice mundial MSCI para todos los países. Esa inversión formaba parte de la estrategia de la División para colocar efectivo, cuyo nivel seguía siendo elevado, en valores con posibilidades de rendimiento y, al mismo tiempo, limitar los riesgos de pérdidas teniendo en cuenta la inestabilidad de los mercados. Ese índice está diseñado para minimizar la volatilidad de los valores dentro de ciertos márgenes y mantener una amplia presencia en los mercados mediante la aplicación de un proceso de optimización a fondos de capital de tamaño grande o mediano de 45 mercados desarrollados o emergentes. Tras haber completado la compra inicial el 28 de febrero de 2012, la División invirtió gradualmente en cuatro etapas un total de 183 millones de dólares en dicho fondo cotizado en bolsa.

11. Dada la extrema inestabilidad e incertidumbre de los mercados, la División de Gestión de las Inversiones procuró reducir los riesgos de la cartera de inversiones en el mercado norteamericano. El margen de error, es decir la desviación respecto del índice que se usa como referencia, se ha reducido al 1,34% (del 2,4% que se utilizaba hace cinco años) en un esfuerzo consciente por contener el riesgo. De hecho, la desviación estándar del rendimiento de la cartera es inferior a la del índice, tanto si se mide en un período de tres años (16,08% frente a 16,49%) como en un período de cinco años (18,02% frente a 19,35%). Pese a la amplitud del ámbito de inversiones, solo se dispone de dos puestos de Oficial de Inversiones (más otro puesto de reciente creación de la categoría P-3 cuyo titular está en proceso de contratación) que se encargan de gestionar unos 700 bloques de acciones y de administrar activamente unos 14.000 millones de dólares de inversiones en valores. La norma general del sector es que, como máximo, un oficial de inversiones solo puede administrar activamente una cartera integrada por hasta 100 bloques de acciones, o bien inversiones por un valor de entre 1.000 y 2.000 millones de dólares.

12. De conformidad con la recomendación formulada por el Comité de Inversiones de la Caja en 2006, reiterada en el informe preparado en 2007 por Mercer Investment Consulting Inc. y en dos estudios sobre la gestión del activo y el pasivo realizados en 2008 y 2011, la Caja comenzó su diversificación hacia inversiones alternativas, a saber, inversiones en fondos de capital privado. La razón fundamental para invertir en capital privado es mejorar las características de riesgo y beneficio de la cartera de inversiones de la Caja. La inversión en capital privado ofrece a la Caja la oportunidad de generar mayores beneficios en términos absolutos y al mismo tiempo mejorar la diversificación de la cartera, ya que históricamente el capital privado ha mantenido una baja correlación con los mercados de fondos públicos y fondos de rendimiento fijo. Las pruebas, tanto desde el punto de vista teórico como práctico, indican que el capital privado suele obtener con el tiempo un mejor rendimiento que los bonos u otros valores, además de ofrecer un perfil de riesgo atractivo.

13. En junio de 2010, la División de Gestión de las Inversiones contrató a un Oficial Superior de Inversiones encargado de las inversiones alternativas. Asimismo, la División firmó un contrato con un asesor no discrecional para que le proporcionara orientación sobre inversiones en fondos de capital privado. Está previsto contratar en un futuro próximo un Oficial de Inversiones Alternativas, que trabajará en estrecha colaboración con el Oficial Superior de Inversiones.

14. En junio de 2010, la División de Gestión de las Inversiones comenzó a invertir en fondos de capital privado. Entre junio de 2010 y marzo de 2012, la Caja asumió compromisos por valor de unos 530 millones de dólares con siete fondos de capital privado. Al 31 de marzo de 2012, el valor de mercado ajustado de las inversiones de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas en fondos de capital privado ascendía a unos 125,3 millones de dólares. El saldo restante de unos 397 millones de dólares corresponde a los compromisos no financiados para inversiones que se efectuarán en los próximos cinco años. Al 31 de marzo de 2012, el valor de mercado de las inversiones de la Caja en fondos de capital privado equivalía al 0,3% del valor total de su cartera de inversiones a esa misma fecha. Si al 31 de marzo de 2012 se hubieran satisfecho todos los compromisos de inversión en fondos de capital privado, estos representarían el 1,21% del valor total de mercado de la cartera de inversiones de la Caja (cuyos activos netos ascienden a 43.100 millones de dólares).

15. Hay varios sectores del capital privado que la División de Gestión de las Inversiones considera que revisten interés y que generarán tasas de rendimiento óptimas. Los mercados emergentes ofrecen una plataforma singular para el crecimiento sostenible de las inversiones ya que tienen fortalezas básicas sin igual. Los mercados de buy-out de empresas medianas y pequeñas son sumamente eficientes y tienen numerosas características atractivas, como un considerable flujo de operaciones, menos transacciones competitivas, múltiplos de compra más bajos, y grandes posibilidades de creación de valor. La División sigue explorando las oportunidades en el mercado secundario. Las inversiones secundarias son particularmente atractivas porque permiten reequilibrar las carteras y mitigar el efecto de la curva J. Por último, en los Estados Unidos y Europa abundan las oportunidades relacionadas con activos endeudados. En estos momentos, la División está revisando una serie de asociaciones de capital privado que abarcan estos sectores de interés.

16. En noviembre de 2010, la División de Gestión de las Inversiones comenzó a invertir en productos básicos como un componente de las estrategias de rendimiento real. La asignación de recursos a largo plazo a esta estrategia deberá proporcionar una protección eficaz contra el riesgo de inflación. La División irá aumentando paulatinamente las inversiones en productos básicos a lo largo de un período, aprovechando las oportunidades positivas siempre que sea posible. El índice asignado a esta estrategia es el índice de productos básicos Dow Jones-UBS. La División únicamente utilizará administradores externos que sigan criterios de inversión activa y gestión dinámica del riesgo. La División busca fondos de inversión en productos básicos que sean gestionados activamente y que solo tengan estrategias no apalancadas a largo plazo y buenos resultados históricos. Al 31 de marzo de 2012, la Caja había invertido en tres fondos de inversión en productos básicos, todos gestionados externamente. A esa misma fecha, las inversiones de la Caja en productos básicos habían tenido un rendimiento del 0,5%, en tanto el indicador de referencia del índice de productos básicos Dow Jones UBS había tenido una pérdida del 3,3%.

17. En el bienio fiscal terminado el 31 de marzo de 2012, las actividades de inversión en los mercados inmobiliarios aumentaron. A nivel mundial, los mercados inmobiliarios tocaron fondo, o casi tocaron fondo, en 2010. A partir del segundo trimestre de ese año, la valoración de los bienes raíces aumentó considerablemente sobre todo los bienes raíces de gran calidad. En el primer trimestre de 2010 se iniciaron nuevas actividades de aseguramiento de las inversiones, centradas principalmente en las inversiones en Asia, incluida Australia, y en los Estados Unidos. En el bienio fiscal que terminó el 31 de marzo de 2012, la División de Gestión de las Inversiones asumió 14 compromisos inmobiliarios por un total de 743 millones de dólares. De esas 14 inversiones, 6 fueron reinversiones y una, una refinanciación. Además, la Caja asumió dos nuevos compromisos en la infraestructura energética de los Estados Unidos por un total de 100 millones de dólares más. Al 31 de marzo de 2010, las inversiones inmobiliarias ascendían a 1.390 millones de dólares, o 3,64% de la Caja; al 31 de marzo de 2012 ascendían a 1.970 millones de dólares, o el 4,57% de la Caja. Al 31 de marzo de 2010 no había inversiones en infraestructura; al 31 de marzo 2012 las inversiones en infraestructura totalizaron 17,8 millones de dólares, o 0,03% de la Caja.

18. La División de Gestión de las Inversiones lleva a cabo análisis cualitativos de los mercados y de la cartera de inversiones. En el contexto de la inestabilidad de los mercados financieros, la División ha venido utilizando ampliamente el sistema RiskMetrics, recientemente aplicado, como una herramienta de apoyo a las decisiones que permite hacer un seguimiento de los riesgos absolutos y relativos de reducción del valor. En particular, la División ha sido cauta en su exposición a los riesgos en el sector financiero, en particular en Europa, y ha reducido aún más su exposición.

19. Se avanza en la aplicación de RiskMetrics, y, en ese contexto, se está proporcionado capacitación adicional a todos los oficiales de inversiones en las diversas aplicaciones estadísticas utilizadas para ajustar las carteras. Los análisis de RiskMetrics ayudarán al personal de la División de Gestión de las Inversiones a vigilar y ajustar la exposición al riesgo en toda la cartera. Cabe señalar que RiskMetrics compara las inversiones de cada cartera con parámetros de referencia establecidos. De ahí que no pueda funcionar plenamente hasta que se hayan negociado los contratos de cada servicio de referencia. Hasta el momento, se han

ejecutado contratos con Dow Jones, Bloomberg y Russell Index, y hay contratos pendientes de negociación con otros servicios de datos.

20. Desde que se creó el Servicio de Gestión de las Inversiones (actual División de Gestión de las Inversiones) en 1983, los activos de la Caja han sido gestionados en gran medida por consultores no discrecionales. Es preciso actualizar este marco consultivo, dadas su capacidad inherente para generar conflictos de intereses y la desaparición paulatina de las empresas que ofrecen servicios de consultoría no discrecional. Será preciso hacer un uso más eficaz de los consultores externos en consonancia con los cambios estructurales ocurridos en los mercados y la industria financieros, e incorporar el desarrollo de los recursos internos en que ha trabajado la División en los últimos años. La División ha reconfigurado el marco consultivo en el presupuesto actual y ha separado la asignación de activos y la investigación de valores. Vendedores especializados asesorarán a la División, lo que reducirá al mínimo la posibilidad de conflicto de intereses, al limitar la participación de los proveedores de servicios de investigación de valores en el proceso de adopción de decisiones en materia de inversión. Mediante el proceso de licitación, con el apoyo de la División de Adquisiciones y la Oficina de Asuntos Jurídicos, en agosto de 2011 entró en vigor el contrato de un asesor de la estrategia global, suscrito con Franklin Templeton Investments. En cuanto a los proveedores de servicios de investigación de valores, en 2011 se suscribieron contratos con Argus Research para América del Norte; BNP Paribas para Europa y los mercados emergentes mundiales, salvo Asia; y Nikko Asset Management para Asia y el Pacífico, incluidos los mercados emergentes de Asia. El contrato para los activos de renta fija se firmó con BNP Paribas Asset Management, con efecto a partir de noviembre de 2010.

21. En colaboración con la División de Adquisiciones, la División de Gestión de las Inversiones ya ha concluido dos procesos de licitación de la prestación de servicios de corretaje. En total, se han aprobado 29 solicitudes de servicios de corretaje, y se están negociando los contratos respectivos. Este proceso de licitación se inició en respuesta a las recomendaciones formuladas desde hace tiempo de que la relación existente entre la División de Gestión de las Inversiones y los corredores se documentara mediante acuerdos legales oficiales para cumplir con lo dispuesto en el Reglamento Financiero y Reglamentación Financiera Detallada de las Naciones Unidas. La licitación de la prestación de servicios de corretaje de valores también ofrece a la División la oportunidad de examinar y mejorar sus procesos de selección y evaluación de los corredores, lo que redundará en procesos más eficaces y en una mayor equidad y transparencia. La evaluación financiera que llevará a cabo la División de Adquisiciones permitirá a la División disponer de tarifas más competitivas y reducir sus costos de ejecución de las transacciones.

22. Un consultor contratado por la División de Gestión de las Inversiones para que propusiera procedimientos dirigidos a aplicar las decisiones relacionadas con la selección de los fondos de inversión y los administradores de las inversiones presentó su propuesta. Un nuevo procedimiento, aprobado en enero de 2012, ayudará a la División a agilizar la selección de administradores externos de las inversiones, así como las inversiones en fondos externos. Ya se han suscrito los contratos con el nuevo encargado del registro principal y el custodio de los mercados en desarrollo. Será necesario hacer una nueva licitación para los servicios de custodia de los mercados desarrollados, ya que las negociaciones contractuales con el banco seleccionado no tuvieron éxito. En consecuencia, el contrato con el custodio actual de los mercados desarrollados se ha prorrogado por otro año.

23. Con anterioridad, varias iniciativas de la Caja se estancaron, ya que la División de Gestión de las Inversiones tenía que observar arreglos de contratación establecidos en 2005. El documento de la OSSI sobre la auditoría de la gestión de los contratos (AS2009/801/02) fue informativo. Luego de tres años, todavía está pendiente el contrato de otro custodio. Los esfuerzos realizados por la División de Adquisiciones y la División de Gestión de las Inversiones para seguir los procedimientos establecidos llevaron a ambas entidades a concluir que era necesario un cambio. En consecuencia, se contrató a un consultor para que determinara cuáles eran las mejores prácticas de la industria mundial de gestión de las inversiones, y, sobre la base de sus recomendaciones, que fueron revisadas y modificadas a raíz de la 209ª sesión del Comité de Inversiones, celebrada el 9 de mayo de 2011 en Nueva York, se comenzaron a aplicar procedimientos para establecer una clara división entre los servicios de adquisiciones, por una parte, y las decisiones de inversión, por la otra, a fin de garantizar una gestión eficaz de las inversiones.

24. Se han ejecutado acuerdos de servicios de corretaje de acciones con siete empresas. Las negociaciones contractuales con 12 corredores se han concluido, y 16 contratos se encuentran en proceso de elaboración y negociación. El esfuerzo jurídico que entraña la concertación de tantos contratos es considerable, debido a las particularidades propias de los contratos de las Naciones Unidas en lo que respecta a mecanismos de solución de controversias, indemnizaciones, confidencialidad, auditoría y seguros de responsabilidad civil. Esto obedece al carácter singular de los derechos y las obligaciones jurídicas de la Organización. A partir de la crisis financiera, muchos Estados Miembros han emprendido reformas en el ámbito de la gobernanza, que se encuentran en diferentes etapas del proceso legislativo, lo que genera incertidumbre en materia reglamentaria, y complica las negociaciones.

III. Examen económico

25. En el bienio fiscal que terminó el 31 de marzo de 2012, aproximadamente dos años después del fin de la “Gran Recesión” de 2008-2009, la economía de los Estados Unidos no logró alcanzar un crecimiento económico real sostenible por encima de los niveles de la tendencia a largo plazo. El producto interno bruto (PIB) de los Estados Unidos ajustado en función de la inflación creció a una tasa anualizada del 1,8% en 2011, en comparación con una tasa del 2,4% en 2010 (Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de los Estados Unidos). La tendencia histórica de la tasa de crecimiento de la economía de los Estados Unidos entre 1985 y 2007 fue de un 2,3 a un 2,6%. Como promedio, la tasa de crecimiento del PIB nominal fue del 4,0% en el ejercicio que terminó en marzo de 2012, pero siguió siendo ligeramente inferior al nivel a largo plazo del 6%. Una confluencia de acontecimientos mundiales en 2010 y 2011 generó perturbaciones considerables en la actividad económica real, aumentó la inestabilidad de los mercados y fomentó entre los inversionistas una aversión al comportamiento agresivo en relación con el riesgo. A lo largo de 2010 y 2011, una y otra vez volvieron a surgir preocupaciones fiscales en la Unión Europea que repercutieron negativamente en los riesgos soberanos del continente y del mundo. Las revueltas políticas en el Oriente Medio y el norte de África a principios de 2011, y la incertidumbre geopolítica mundial constante provocaron una gran inestabilidad en los precios del petróleo. Además, las tragedias ocurridas en Asia ese año afectaron diversas actividades de la cadena de suministro industrial y tecnológico. Los

problemas del aumento del déficit presupuestario y el tope de endeudamiento de los Estados Unidos se tradujeron en una degradación histórica de la calificación de la deuda del Tesoro de los Estados Unidos en agosto de 2011. No obstante, una diversidad de indicadores económicos, como los datos de la encuesta mensual del Institute for Supply Management y el Conference Board Leading Economic Index, han confirmado que la recuperación económica continúa, aunque el ritmo de crecimiento es inferior al registrado en períodos similares en el pasado. Si bien la situación del empleo sigue afectada por la recesión, el mercado inmobiliario ha mostrado signos de mejoría gradual. Estas condiciones han dado lugar a un repunte modesto de los índices de confianza del consumidor (datos de encuestas de la Universidad de Michigan, Conference Board Leading Economic Index), que aún están muy por debajo de los niveles históricos medios. Como resultado de la disminución de la demanda de los mercados finales y de reducción general de la capacidad de producción, las tendencias inflacionarias básicas, medidas por los índices de precios al consumidor y a la producción (Departamento del Trabajo), se han mantenido moderadas y controladas.

26. A pesar de todas estas dificultades macroeconómicas, en el bienio fiscal (terminado el 31 de marzo de 2012), el mercado de valores de los Estados Unidos (según el índice Standard and Poor's 500) registró un alza del 22% en términos absolutos y creció en un 113% en el ciclo del mercado con respecto a los niveles registrados en marzo de 2009. Los ingresos no financieros de las empresas, los flujos de caja y los balances siguieron siendo relativamente sólidos, tras haberse recuperado en gran medida del período de recesión. Los ingresos y las ganancias empresariales han crecido a un ritmo más modesto, a medida que el ciclo de las ganancias ha ido madurando después del repunte experimentado en los dos años anteriores. En efecto, durante este período, los resultados de las empresas en general han superado a la economía real subyacente. La valoración de las acciones se ha mantenido a niveles históricamente atractivos y por debajo del "valor razonable" (relación precio-ganancia) como consecuencia del crecimiento económico desigual y de las grandes incertidumbres que encara el entorno de las inversiones. Si las tendencias previstas de los ingresos futuros estimados se confirman, las acciones podrían valorarse de forma muy atractiva cuando, a lo largo del ciclo, los ingresos alcancen su punto máximo. El reajuste del sector financiero mundial prosigue, y muchas de sus consecuencias aún se desconocen. El aumento de las reglamentaciones se traducirá en mayores exigencias de capital y mayores dificultades para vislumbrar la rentabilidad. Sin embargo, la salud y la recuperación del sistema financiero son variables fundamentales para asegurar la continuidad de la recuperación económica.

27. La economía canadiense ha experimentado una evolución similar a la de los Estados Unidos, aunque con una mayor dependencia de las exportaciones (casi un tercio del total de la economía). Según Statistics Canada, en 2011, el PIB ajustado en función de la inflación creció en un 1,8% anualizado, frente a un 3,5% en 2010. Hacia el final del período, una moneda relativamente fuerte y una menor demanda exterior redujeron el crecimiento. Como en el caso de los Estados Unidos (el principal socio comercial del Canadá), en el período posterior a la recuperación la transición a un crecimiento más sostenible ha sido difícil. Los problemas en torno al crecimiento mundial han afectado la estabilidad de los precios de los productos básicos en todo el mundo, lo que tiende a repercutir considerablemente en la producción y las exportaciones del Canadá. Un sector financiero sólido y una

política fiscal disciplinada en general han mantenido equilibrada la economía de ese país.

28. En Europa, en el ejercicio fiscal terminado el 31 de marzo de 2011, las condiciones económicas en general mostraron una mejoría modesta, pero la situación difería mucho de un país a otro, y las expectativas de crecimiento siguieron siendo moderadas. El período comenzó con grandes preocupaciones por los niveles de deuda soberana, y durante todo el año la Unión Europea adoptó medidas para tratar de dar respuesta a esas preocupaciones. En mayo de 2010, junto con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Unión Europea aprobó un paquete de 110.000 millones de euros de apoyo a Grecia. Además, se crearon otros dos programas de préstamos: el mecanismo europeo de estabilización financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, respaldados por compromisos ascendentes a 750.000 millones de euros para los países que necesitaran apoyo hasta 2013. En noviembre de 2010, la Unión Europea accedió a la solicitud de asistencia financiera de Irlanda, y creó un paquete de 85.000 millones de euros mediante una combinación de préstamos del FMI, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y préstamos bilaterales. Al acercarse el cierre del ejercicio, la Unión Europea amplió la capacidad de préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y creó otro fondo de 500.000 millones de euros (que al final se denominó Mecanismo Europeo de Estabilidad), para sustituir al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en 2013. No obstante, esas medidas no lograron calmar a los mercados de la deuda. Los rendimientos exigidos por los inversionistas para financiar a una serie de economías endeudadas se mantuvieron en niveles casi históricos. En el ejercicio fiscal, las medidas económicas más amplias lograron una recuperación modesta en Europa. En la zona euro, el índice de confianza del consumidor y los datos compuestos del Purchasing Managers Index mejoraron. En el cuarto trimestre de 2010, el PIB de la zona del euro alcanzó un incremento interanual del 2%. En el Reino Unido, inicialmente se informó que en el primer trimestre de 2011 el PIB había tenido un crecimiento del 1,8% en comparación con ese mismo trimestre del año anterior. Según los pronósticos de crecimiento del PIB en la zona euro y el Reino Unido para el resto del año, el crecimiento se mantendría alrededor de esos niveles moderados. Se esperaba que los altos niveles de desempleo y el efecto de las medidas de austeridad impidieran un crecimiento más rápido. También eran motivo de preocupación el aumento de los precios de los productos básicos, los cambios políticos en varios países y la reaparición de la inflación. Todos estos factores contribuyeron al desempeño inestable del mercado de valores a lo largo de todo el año.

29. El ejercicio fiscal terminado el 31 de marzo de 2012 en Europa se caracterizó por preocupaciones crecientes con respecto a la propagación de los problemas de endeudamiento soberano y a las medidas adoptadas para frenar esos problemas, así como por la disminución de las expectativas de crecimiento económico. A principios de año, el Banco Central Europeo todavía estaba preocupado por la posibilidad de un aumento de la inflación, por lo que en abril elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos. En mayo, se siguieron adoptando medidas para frenar la crisis de deuda soberana, y a esos efectos Portugal, la Unión Europea y el FMI anunciaron la creación de un paquete de ayuda de 78.000 millones de euros. En julio, el Consejo Europeo acordó ampliar la autoridad y la flexibilidad del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, y se esbozaron los planes para un segundo paquete de ayuda a Grecia. Poco después, el Banco Central Europeo comenzó a comprar bonos

soberanos en el mercado secundario. No obstante, en el otoño los mercados de bonos todavía reflejaban una gran incertidumbre acerca de si sería posible evitar el incumplimiento del pago de la deuda soberana y una posible desintegración del euro. La situación se complicó aún más por la desaceleración desigual, pero generalizada, del crecimiento económico en toda la región, cuando las medidas de austeridad comenzaron a surtir efecto. Las expectativas generales de que en 2012 la zona del euro registraría un crecimiento se desvanecieron. En respuesta al cambio de las perspectivas económicas, en noviembre y diciembre el Banco Central Europeo hizo reducciones consecutivas de 25 puntos básicos en su tasa de interés de referencia, y tomó la medida adicional de ofrecer préstamos ilimitados a los bancos durante tres años (operación de refinanciación a largo plazo), al tiempo que flexibilizó las normas de colateral, y redujo su ratio de reservas. En diciembre, los dirigentes europeos también llegaron al acuerdo de crear un nuevo pacto fiscal integral, con determinados mecanismos de corrección automática para los presupuestos nacionales. Además, en la búsqueda de una solución general, acordaron acelerar la aplicación del Mecanismo Europeo de Estabilidad para apalancar al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, y considerar la posibilidad de proporcionar recursos adicionales en forma de préstamos bilaterales al FMI. En febrero de 2012, los ministros de Finanzas de la Unión Europea y Grecia acordaron un paquete de ayuda de hasta 130.000 millones de euros, con objeto de reducir la ratio de la deuda pública de ese país al 120,5% de su PIB en 2020. También en febrero, el Banco Central Europeo llevó a cabo la segunda ronda de la operación de refinanciación a largo plazo, y prestó 529.500 millones de euros a más de 800 prestatarios. Al cierre del primer trimestre, los ministros de finanzas de la Unión Europea anunciaron que la capacidad de préstamo de sus mecanismos de apoyo, a saber, el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se elevaría de 500.000 a 700.000 millones de euros. Estas medidas ayudaron a evitar una situación descontrolada de impago de las deudas soberanas en el primer trimestre de 2012, pero los rendimientos gubernamentales siguieron siendo altos, en tanto las perspectivas de crecimiento en Europa siguieron siendo débiles. Los mercados de valores de Europa reflejaron las preocupaciones económicas más amplias y cerraron el período a la baja.

30. Durante la mayor parte del ejercicio fiscal terminado el 31 de marzo de 2011, la economía japonesa se mantuvo en un proceso de recuperación constante, hasta que un terremoto de 9,0 grados de magnitud golpeó la costa este del país el 11 de marzo de 2011 (el Gran Terremoto del Este del Japón). Antes de ese terremoto, el PIB del Japón había crecido de forma ininterrumpida en todos los trimestres del año civil 2010. Al cierre de febrero de 2011, la producción industrial había crecido por cuatro meses consecutivos, y la construcción de viviendas, por nueve meses sucesivos, en tanto la tasa de desempleo había caído al 4,6%, porcentaje que representó su nivel más bajo en dos años y un descenso de 100 puntos básicos con respecto a su nivel máximo de julio de 2009. En el trimestre terminado en septiembre, por primera vez en 3,5 años los gastos de capital interno se incrementaron con relación al mismo trimestre del año anterior, si bien en términos absolutos, esos gastos seguían siendo el 70% del nivel máximo registrado antes de la crisis financiera mundial. A pesar de que las variables fundamentales mejoraban, en febrero de 2011 Moody redujo la calificación de la perspectiva de la deuda del Japón a negativa, por preocupaciones en el sentido de que el estancamiento político pudiera frenar las iniciativas para encarar la carga de la deuda más grande del mundo. A lo largo de todo el ejercicio fiscal 2011, la fortaleza del yen siguió siendo

preocupante para las empresas japonesas. En octubre de 2010, el yen japonés se cotizó a 80,40 yenes por dólar de los Estados Unidos, a pesar de que el Banco del Japón llevó a cabo una venta de yenes por primera vez en 6,5 años. En marzo de 2011, el yen se llegó a cotizar por un breve tiempo a razón de 76,25 yenes por dólar, su nivel más alto de la historia. En respuesta, los países del Grupo de los Siete llevaron a cabo una venta coordinada de yenes. En el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2011, el yen se apreció un 11,1% frente al dólar de los Estados Unidos, y un 6,8% frente al euro.

31. El Gran Terremoto del Este del Japón, seguido por un tsunami extremadamente destructivo y fugas radiactivas de la central nuclear Fukushima Daiichi de la Tokyo Electric Power Company, llevaron a una violenta corrección del mercado de valores y dejaron al país sumido en una gran incertidumbre. Como resultado de esto, durante una buena parte del ejercicio fiscal terminado en marzo de 2012, la economía y las empresas del Japón enfrentaron múltiples vicisitudes. El Japón tuvo que encarar los daños de la cadena de suministro y los trastornos provocados por el terremoto y el tsunami, problemas adicionales de la cadena de suministro provocados por grandes inundaciones en Tailandia, y la apreciación del yen frente a las principales monedas. En el año civil 2011, el PIB real se redujo trimestralmente en comparación con los valores trimestrales del año anterior, antes de registrar un repunte del 1,4% en el trimestre terminado en marzo de 2012. Tras el terremoto de marzo, la producción industrial y las exportaciones se redujeron mes tras mes con respecto a esos mismos meses del año anterior, afectadas por las interrupciones de la cadena de suministro, el debilitamiento de la demanda de los mercados extranjeros, y la fortaleza del yen. De abril al cierre de diciembre de 2011, el yen se apreció en un 11% frente al dólar (de 85,49 a 76,91 yenes por dólar), y un 23% frente al euro, a pesar de las intervenciones del Gobierno y el Banco del Japón. Debido al estancamiento de las exportaciones y al aumento de las importaciones (las importaciones de gas natural licuado aumentaron producto del cierre de las centrales nucleares), en el año civil 2011, por primera vez en 48 años, la balanza comercial del Japón fue deficitaria, al tiempo que las ganancias corporativas se redujeron. Para financiar la reconstrucción de las regiones dañadas por el terremoto y apoyar a las empresas afectadas por las interrupciones de la cadena de suministro, a lo largo del año el Gobierno del Japón aprobó cuatro presupuestos complementarios, ascendentes a 20 billones de yenes, que reportaron beneficios en determinadas esferas, incluido un auge del consumo en la región de Tohoku, un aumento de la demanda de maquinaria, y grandes pedidos de servicios de construcción.

32. En el último trimestre del ejercicio fiscal terminado en marzo de 2012, el entorno de las inversiones mejoró, respaldado por la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de prorrogar su política de tasas de interés ultra bajas, las medidas adicionales de flexibilización monetaria anunciadas por el Banco de Japón en febrero de 2012, el apoyo financiero adicional del Banco Central Europeo, y la solidez de una serie de indicadores económicos de los Estados Unidos. En ese contexto, la depreciación del yen se aceleró, lo que estimuló las expectativas de mejora de los ingresos de los exportadores. A pesar de la heterogeneidad del entorno macroeconómico, algunos datos mostraron una mejora constante de las perspectivas económicas del Japón en el corto plazo. Las exportaciones a los Estados Unidos se recuperaron de los trastornos de la cadena de suministro causados por el terremoto de marzo de 2011. Las exportaciones de automóviles lideraron esa recuperación, apoyadas por la demanda de reposición de las existencias y la promoción de nuevos

modelos. Los gastos de consumo aumentaron, como lo demuestra el crecimiento de las ventas minoristas durante tres meses consecutivos, en comparación con los mismos meses del año anterior (+1,8%, +3,4% y +10,3%, de enero a marzo 2012, respectivamente), apoyados por un repunte del empleo y un sentimiento de recuperación respecto de la frugalidad posterior al terremoto. Los pedidos de maquinaria siguieron siendo considerables y, en abril de 2012, BOJ Tankan mostró una mayor confianza de las empresas en el segmento de las exportaciones y las industrias de servicios. En las regiones afectadas por el terremoto, la economía se benefició de los grandes gastos en obras de reconstrucción. El consumo, los gastos de capital y las actividades de construcción crecieron sustancialmente. Todo esto, sumado a la fuerte depreciación del yen, de 76,20 a 83,73 yenes por dólar en el trimestre finalizado en marzo de 2012, llevó a un consenso con respecto al pronóstico de que en el ejercicio fiscal 2012 los ingresos mejorarían a partir de finales de febrero.

33. Tras evitar la recesión en el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2010, a pesar de la crisis financiera mundial, Australia siguió registrando un crecimiento económico sólido, dado que su PIB creció ininterrumpidamente trimestre tras trimestre durante todo el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2011. En ese ejercicio, a diferencia de otras economías desarrolladas, Australia siguió intensificando su política monetaria restrictiva. El Banco de la Reserva de Australia elevó las tasas de referencia de los préstamos en efectivo al 4,75% (un total de 100 puntos básicos), aunque entre mayo de 2010 y marzo de 2011 no modificó los tipos de interés como medida cautelar frente a las grandes inundaciones en Queensland, al consiguiente debilitamiento de la confianza de los consumidores, a la preocupación por los efectos del ajuste monetario de China sobre la demanda de materias primas, al terremoto devastador y la crisis de la energía nuclear en el Japón, y a los disturbios políticos en el Oriente Medio y el norte de África. En el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2011, el empleo creció en 319.000 puestos de trabajo, en tanto la tasa de desempleo fluctuó entre el 4,9% y el 5,4%, ya que el aumento de la participación contrarrestó con creces la creación de empleo. El índice de precios al consumidor mostró una tendencia al alza, con un aumento interanual del 3,3% en el trimestre terminado en marzo de 2011, frente a un aumento interanual del 2,9 % en el trimestre terminado en marzo de 2010, con lo que superó el rango de inflación aceptable de un 2% a un 3% fijado por el Banco de la Reserva de Australia y justificó la imposición de una política monetaria más restrictiva. En el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2011, el dólar australiano se apreció en un 11,2% frente al dólar de los Estados Unidos.

34. Aunque Australia comenzó el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2012 con una política monetaria restrictiva, una combinación de circunstancias negativas en el plano nacional (como las inundaciones de Queensland, la disminución de la confianza de los consumidores, el aumento del desempleo, la debilidad del mercado inmobiliario y la fortaleza del dólar australiano) y en el plano mundial (como el desastre nuclear del Japón, la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos y China, el debilitamiento de la demanda de materias primas y la crisis europea de la deuda soberana) llevó al Banco de la Reserva de Australia a salvaguardar el crecimiento económico manteniendo los tipos de interés inalterables, y luego reduciendo la tasa de efectivo de referencia al 4,25% (50 puntos básicos), en el trimestre que terminó en diciembre de 2011. En el trimestre terminado en marzo de 2011, el crecimiento del PIB se desaceleró y fue del 1,2% en comparación con ese

mismo trimestre del año anterior, luego de haber registrado crecimientos trimestrales interanuales del 2,2% al 3,0% en el año civil 2010. En el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2012, el crecimiento trimestral interanual del PIB se recuperó y osciló entre el 2,0% y el 4,3%. La tasa de desempleo fluctuó entre el 4,9% y el 5,3%. En el trimestre terminado en junio de 2011, el índice de precios al consumidor alcanzó un nivel interanual máximo del 3,6%. Con posterioridad, ese aumento se moderó y fue del 1,6% en el trimestre terminado en marzo de 2012 en comparación con ese mismo trimestre de 2011. En el ejercicio fiscal terminado en marzo de 2012 el dólar australiano se cotizó entre 0,9528 y 1,1021 dólares australianos por dólar de los Estados Unidos.

35. La Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong) experimentó un vigoroso crecimiento económico durante el ejercicio económico terminado en marzo de 2011, con un aumento del producto interno bruto (PIB) trimestral que se situó entre el 6,7% año sobre año y el 7,6% año sobre año apoyados por tasas de interés bajas, programas de estímulo económico del Gobierno y un repunte de las exportaciones. Después de llegar a su punto más bajo en octubre de 2009, las exportaciones se recuperaron firmemente y registraron un crecimiento mensual superior al 10%, que se situó entre el 13% y el 36% en el ejercicio económico finalizado en marzo de 2011. Tras un aumento del 29% en los precios de los inmuebles residenciales en el ejercicio económico terminado en marzo de 2011, el impulso positivo de los precios se mantuvo durante el ejercicio económico finalizado en marzo de 2012 con un nuevo 20% de aumento. Esto dio lugar a una mayor determinación del Gobierno de Hong Kong de evitar una burbuja de activos y llevó a la adopción de una serie de medidas de política para frenar el aumento de los precios de los bienes inmuebles. En el ejercicio económico terminado en marzo de 2012, la RAE de Hong Kong experimentó una desaceleración del crecimiento del PIB trimestral al tiempo que el crecimiento económico mundial disminuyó y China mantuvo una política monetaria restrictiva para enfriar el mercado inmobiliario y controlar la inflación. El crecimiento del PIB alcanzó un nivel máximo de 7,6% año sobre año en el trimestre de marzo de 2011 y luego cayó al 0,4% año sobre año en el trimestre de marzo de 2012. El crecimiento de las exportaciones reflejó la debilidad económica, disminuyendo de un valor máximo del 27,6% año sobre año en enero de 2011 a -6,8% año sobre año en marzo de 2012. El crecimiento de las ventas al por menor se mantuvo relativamente fuerte impulsado por el turismo de China continental y se situó entre el 8,5% y el 29,1% durante el ejercicio económico terminado en marzo de 2012. Los precios de los inmuebles residenciales comenzaron a consolidarse tras un aumento acumulado del 77% entre principios de 2009 y junio de 2011, y disminuyeron en un 6% en el segundo semestre del año civil 2011.

36. El PIB de Singapur en el ejercicio económico terminado en marzo de 2011 mostró un crecimiento muy fuerte impulsado por las exportaciones, con tasas de crecimiento trimestral que se situaron entre el 9,1% y el 19,4% año sobre año. Los precios de los inmuebles residenciales públicos y privados en Singapur aumentaron un 11%, llegando al máximo histórico del 15%, lo que llevó al Gobierno de Singapur a imponer medidas para enfriar el precio de los inmuebles. El índice de precios de consumo registró una tendencia ascendente, del 3,2% año sobre año en abril de 2010 a un incremento del 5% en marzo de 2011. En respuesta al aumento de las presiones inflacionarias, la Junta Monetaria de Singapur adoptó una política de apreciación gradual del dólar singapurense. En el ejercicio económico finalizado en

marzo de 2012, la pequeña economía abierta de Singapur se vio afectada negativamente por la desaceleración del crecimiento económico mundial, y su PIB trimestral registró una tendencia descendente del 9,1% año sobre año en el trimestre de marzo de 2011 al 1,6% año sobre año en el trimestre de marzo de 2012. Las exportaciones de productos distintos del petróleo registraron un crecimiento débil, inferior al 10% e incluso negativo durante gran parte del ejercicio económico finalizado en marzo de 2012. El aumento de los precios de los inmuebles residenciales fue moderado, entre el 3% y el 4%, en comparación con los valores superiores al 10% del año anterior. La Junta Monetaria de Singapur mantuvo una política de apreciación gradual del dólar singapurense.

37. Durante el ejercicio económico bienal que finalizó en marzo de 2012, el crecimiento de las economías emergentes repuntó marcadamente al comienzo del período y posteriormente descendió, al iniciarse un período de desaceleración generalizada. Al principio del período, las economías emergentes pudieron mantener el crecimiento y limitar la inflación. La segunda parte del ejercicio económico bienal se caracterizó por una caída sincronizada del crecimiento debido al empeoramiento económico mundial de las economías desarrolladas y la profundización de la crisis de la deuda en Europa. Se temía que una recesión doble en el mundo desarrollado se extendiera a los mercados en desarrollo.

38. Entre las economías emergentes de Asia, la de China siguió siendo la de más rápido crecimiento, con un aumento del PIB del 10,4% en 2010 y del 9,2% en 2011, principalmente debido a un programa de estímulo económico de 4 billones de yuan y a una política de préstamos poco estricta. El crecimiento del PIB trimestral bajó al 8,1% en el primer trimestre de 2012, en comparación con el 11,9% registrado en el primer trimestre de 2010. El FMI estimaba que una tercera parte del crecimiento mundial de los próximos años correspondería a China. Las exportaciones repuntaron en 2010 y 2011 tras una contracción importante en 2008, aunque desde entonces han comenzado a disminuir. Una fuerte recuperación económica ha ejercido presión en los precios de consumo y los costos salariales, al tiempo que la inflación aumentó al 3,3% en 2010 y al 5,4% en 2011. Las autoridades han mantenido políticas restrictivas en relación con la vivienda. Aunque el nivel de inflación no se considera extremadamente alto para una economía de crecimiento elevado como la de China, ha rebasado la meta del 3% establecida por el Gobierno. En 2010 el Banco Popular de China aumentó el tipo de interés de referencia de los préstamos anuales al 6,31% e incrementó el encaje legal a un máximo histórico del 20%. En 2011 el Banco siguió aumentando el encaje legal, que llegó al 21,5% y a fines de 2011 volvió a adoptar una política monetaria laxa, rebajando el encaje al 21% en diciembre. A medida que el crecimiento se ralentiza, el dilema de China es cómo compensar el crecimiento actual cada vez menor a riesgo de no poder corregir del todo los excesos de sus políticas de estímulo anteriores.

39. La India ha mantenido un nivel relativamente alto de crecimiento económico en el período que se examina. El PIB aumentó en un 8,4% en 2010 y en un 7,5% en 2011, pero el crecimiento se moderó al 5,3% en el primer trimestre de 2012. La inflación total, determinada por el índice de precios de consumo, aumentó al 12,1% en 2010 y al 8,9% en 2011 porque los precios de los alimentos y el combustible subieron enormemente. Aunque la India ocupa el segundo lugar en cuanto al ritmo de crecimiento de las economías emergentes de Asia, también tiene el nivel de inflación más alto de la región. El crecimiento rápido y la inflación en aumento han llevado al Banco Central a subir los tipos de interés del 3,25% a principios de 2010

al 7,5% a fines del ejercicio económico bienal. Los dos déficits del país siguieron empeorando. El déficit en cuenta corriente aumentó de -3,4% en 2010 a -3,6% en 2011, en tanto que el déficit presupuestario creció de -4,1% a -7,2% en el período mencionado.

40. La República de Corea, que depende en gran medida de las exportaciones, se recuperó de una caída de la demanda mundial registrada durante el ejercicio económico bienal anterior. El crecimiento del PIB se recuperó notablemente, del 0,3% en 2009 al 6,3% en 2010. El crecimiento ha sido moderado, del 3,6% en 2011 y del 2,8% en el primer trimestre de 2012 y ha estado impulsado por las exportaciones, especialmente a China, el mayor mercado de exportación del país, y el consumo privado. El superávit en cuenta corriente se incrementó al 3,4% del PIB en 2010 y al 2,7% en 2011. El déficit presupuestario se convirtió en un superávit del 1,28% del PIB en 2010. La economía repuntó gracias a que la recuperación mundial impulsó la demanda de productos electrónicos y automóviles. Desde entonces el won se ha recuperado considerablemente. Si bien los aumentos de la inflación llegaron hasta el nivel máximo de aceptación del Gobierno del 4%, a fines de 2011 el Banco de Corea aumentó los tipos de interés de referencia en 125 puntos básicos al 3,25%.

41. En América Latina, la economía del Brasil también se recuperó notablemente, impulsada por mayores exportaciones de productos básicos y el consumo interno. Aunque el Brasil experimentó su mayor recuperación en 2010, el país también hace frente a una mayor desaceleración al final del período. Tras una contracción del 0,32% en 2009, el PIB aumentó un 7,59% en 2010, seguido de un crecimiento muy bajo del 2,76% en 2011. Los costos del transporte y la vivienda aumentaron, en tanto que un mercado de trabajo restringido, sumado a una baja tasa de desempleo del 6%, contribuyeron a una tasa de inflación alta. El Comité de Política Monetaria subió el tipo de interés de referencia Selic en 200 puntos básicos en 2010 a 10,75% y lo redujo a 9,75% en el primer trimestre de 2012, al estabilizarse la inflación.

42. Tras contraerse un 6,2% en 2009, el PIB de México se recuperó y aumentó un 5,5% en 2010 y un 3,9% en 2011. El crecimiento estuvo impulsado por el repunte de las manufacturas de los Estados Unidos, que aumentó la demanda de exportaciones de México. Un crecimiento de los sectores de la agricultura y la exportación estimuló la demanda interna. El sector manufacturero también experimentó un crecimiento gracias a la mejora de las condiciones en los Estados Unidos. México es uno de los pocos países de economía emergente que ha mantenido un nivel de inflación relativamente bajo y una política monetaria estable. El Banco de México mantuvo prácticamente sin modificaciones el tipo de interés de referencia del 4,5% en 2011. En Chile, la economía repuntó al 6,1% tanto en 2010 como en 2011, gracias a la recuperación del principal producto de exportación del país, el cobre. La economía recuperó un nivel de crecimiento positivo gracias a los bajos tipos de interés de los préstamos, de un nivel sin precedentes del 0,5% a fines de 2009, y al aumento de la demanda mundial de productos básicos.

43. En Europa Oriental, los resultados económicos de la mayoría de los países fueron mayormente positivos en 2010, tras los niveles negativos de 2009. La recuperación económica de la Federación de Rusia coincidió con políticas monetarias propicias y con la recuperación de los precios de los productos básicos y el petróleo, habida cuenta de que el petróleo y el gas natural representan el 70% de los ingresos derivados de la exportación del país. El PIB creció un 4,3% tanto en

2010 como en 2011. La tasa de inflación en la Federación de Rusia se aceleró y fue una de las más elevadas de Europa Oriental, de un 9,5% en 2011. El Banco Central redujo los tipos de interés a un nivel sin precedentes, el 7,75%, en 2010 pero ha vuelto a subirlos al 8,25% en el segundo semestre de 2011, debido a un aumento de la inflación. La economía de Turquía repuntó firmemente y el PIB llegó al 9,2% en 2010 y al 8,5% en 2011, impulsado por el consumo y las exportaciones. Las autoridades de Turquía lograron contener la inflación y mantener la estabilidad de la moneda, al tiempo que mantuvieron el déficit actual bajo control al tomar la polémica medida de disminuir los tipos de interés tres veces cuando la economía estaba creciendo firmemente. Para contrarrestar esta medida, se aumentó el coeficiente de encaje a fin de impedir una excesiva expansión del crédito. El país sigue teniendo un masivo déficit en cuenta corriente del 9% del PIB. A diferencia de otros países de Europa, Polonia no experimentó una recesión en 2009. Hubo una aceleración de la economía del 3,9% en 2010 y del 4,3% en 2011. El crecimiento estuvo impulsado por las inversiones y el consumo privados saludables y el país también se benefició de la situación económica fuerte en Alemania.

44. En Sudáfrica, las manufacturas se recuperaron junto con la demanda de exportaciones y una mayor producción del sector automotriz y del sector de los metales no ferrosos. El PIB creció un 2,9% en 2010 y un 3,2% en 2011. El aumento de la demanda mundial de exportaciones está impulsando la producción manufacturera de Sudáfrica, incluso en el sector de los metales, que constituye una parte importante de la economía del país. El nivel de desempleo siguió siendo un problema considerable en Sudáfrica. El déficit en cuenta corriente actual del país ha mejorado a -1,5% en 2010 y a -3,6% en 2011. En otras partes de África se han registrado disturbios sociopolíticos, como en Túnez, Egipto, Libia y recientemente en la República Árabe Siria. Aunque estos acontecimientos podrían preparar el terreno para el crecimiento económico sostenible en estos países a largo plazo, podrían debilitar el crecimiento económico e incrementar la volatilidad de los mercados a corto y mediano plazo.

45. En suma, las economías de mercado emergentes experimentaron una recuperación sincronizada en 2010 y 2011. Aunque en el período que se examina pudo evitarse una caída brusca de la economía mundial, los mercados emergentes no fueron inmunes a la desaceleración mundial. El crecimiento ha descendido a un nivel moderado desde fines de 2011 y se ha seguido deteriorando en el primer trimestre de 2012. Los países de economía emergente han sido los principales impulsores y beneficiarios de la prosperidad económica del último decenio. El FMI estimó que los mercados emergentes aportarán hasta el 80% del crecimiento real del PIB mundial en 2012. Como grupo, seguirán creciendo a un ritmo que duplica el de las economías desarrolladas. El año que viene puede ser problemático ya que el crecimiento se vuelve más difícil de mantener. Aunque en general la inflación está contenida y las políticas monetarias son mayormente propicias, la recesión en los países desarrollados podría afectar al crecimiento de los mercados emergentes y la prolongada crisis crediticia en Europa podría reducir el rendimiento de las acciones debido a la persistente aversión a los riesgos y la volatilidad. En el anexo del presente informe se consigna información adicional sobre los mercados emergentes. En el ejercicio económico bienal que se está examinando, algunos países que no pertenecen al llamado grupo BRIC (Brasil, Federación de Rusia, India y China), como Indonesia y Tailandia, obtuvieron los mejores resultados en relación con las inversiones en acciones de mercados emergentes. Las restricciones fiscales que tenía

la Caja en Indonesia y Tailandia le impidieron invertir en estos atractivos mercados. La División de Gestión de las Inversiones aplicó una solución alternativa por conducto de los fondos de inversión cotizados en dólares, reduciendo así el riesgo de tener inversiones insuficientes en esos mercados. La División seguirá resolviendo o encontrando alternativas a otras restricciones de inversión en los mercados emergentes para reducir al mínimo las desviaciones y el riesgo respecto del parámetro que podrían perjudicar los resultados. Las restricciones incluyen una liquidez insuficiente de las transacciones en acciones de baja capitalización y la capacidad de acceso a las acciones locales en la Federación de Rusia.

IV. Diversificación

46. La diversificación consiste en invertir los activos en diversos valores o en valores en una variedad de mercados con el objeto de controlar el riesgo de la cartera sin reducir proporcionalmente el rendimiento esperado. La política de la Caja de diversificar ampliamente las inversiones por moneda, clases de activo y zonas geográficas sigue siendo el método fiable para mejorar el perfil de la relación riesgo/rentabilidad de la cartera de la Caja en períodos largos. La inversión en solo una clase de activos habría sido perjudicial para el rendimiento de la Caja, ya que no se habría logrado la diversificación del riesgo. La Caja se diferencia de otras cajas de pensiones grandes por su dedicación a diversificar su cartera sobre una base plenamente mundial.

47. La inversión en acciones se mantuvo en una proporción mayor al 60% neutral recomendado en las orientaciones estratégicas hasta el 30 de junio de 2011. En el tercer trimestre de 2011, la Caja redujo la proporción de su inversión en acciones en mercados de países desarrollados del 65,3% a aproximadamente el 60,0% y al 30 de septiembre de 2011 la asignación se redujo aún más, al 58,7%. Al final del ejercicio económico 2012, el porcentaje invertido en acciones era del 60,6%. Las inversiones en bonos se mantuvieron por debajo del 31% recomendado en las orientaciones estratégicas a largo plazo. El 1 de abril de 2010 la cartera de bonos comenzó con el 28,6% del total y a fin de marzo de 2012 había aumentado ligeramente, al 28,8%. Las inversiones en bienes inmobiliarios aumentaron del 3,6% de la cartera al 1 de abril de 2010 al 4,5% al finalizar el bienio el 31 de marzo de 2012. Las inversiones en efectivo y a corto plazo constituían el 2,4% al iniciarse el ejercicio económico bienal el 1 de abril de 2010, y el 4,8% al finalizar el bienio el 31 de marzo de 2012. Las carteras de inversiones se reequilibraban constantemente después de las reuniones trimestrales del Comité de Inversiones a fin de que se logre la distribución táctica de los activos determinada por el representante del Secretario General.

48. Además de las modificaciones de la proporción de las diversas clases de activos de la cartera, se efectuaron modificaciones dentro de las clases de activos para aplicar la estrategia de inversión de la Caja y aprovechar las nuevas tendencias de los ciclos económicos y los mercados financieros. Al finalizar el ejercicio económico 2012, la proporción de las inversiones en acciones de América del Norte se mantuvo un 0,9% por encima del nivel del indicador de referencia. La proporción de las inversiones en acciones europeas se redujo y se mantuvo por debajo del nivel del indicador de referencia debido a las preocupaciones sobre la situación fiscal en la zona del euro, particularmente en Grecia, España, Italia, Irlanda y Portugal. Al final del ejercicio económico 2012, la Caja no tenía inversiones directas en deuda pública de esos países. Durante el ejercicio económico bienal aumentaron las

inversiones en acciones de mercados emergentes. La Caja mantuvo una proporción de inversiones ligeramente inferior en el sector financiero y siguió limitando esa inversión, particularmente a partir del tercer trimestre de 2007. Al final del bienio, la Caja había mantenido una proporción superior de inversiones en los sectores de la tecnología de la información, la industria, los materiales y el consumo discrecional. La amplia diversificación de las inversiones de la Caja reduce los riesgos en las diversas monedas y mercados.

49. La cartera de renta fija incluye inversiones en 16 monedas distintas, de las cuales el 38% está en dólares de los Estados Unidos y el 62% en otras monedas. En cuanto a la diversificación geográfica, al 31 de marzo de 2012 la cartera de renta fija incluía inversiones en 30 países y en 5 instituciones supranacionales y regionales. La Caja ha diversificado su combinación de activos invirtiendo en activos alternativos y ha efectuado dos nuevas inversiones en infraestructura de energía de los Estados Unidos por un total de 100 millones de dólares. Al 31 de marzo de 2012, la inversión en infraestructura ascendía a 17,8 millones de dólares, vale decir el 0,03% de la Caja. Al 30 de junio de 2010, la División de Gestión de las Inversiones firmó un contrato con el Fondo para África, Latinoamérica y el Caribe, un fondo de capital privado administrado por la Corporación Financiera Internacional, miembro del Grupo del Banco Mundial. Al 31 de marzo de 2012, la clase de activos de capital privado tenía siete asociaciones activas con diferentes estrategias por una inversión total de 125,3 millones de dólares, lo que equivale al 0,3% de la Caja, lo cual diversificaba aún más las inversiones en países en desarrollo. En noviembre de 2010, la Caja invirtió 200 millones de dólares en productos básicos, lo cual ha incrementado la diversificación de clases de activos. La Caja se esfuerza por mejorar los resultados aprovechando las oportunidades de inversión y la diversificación por sector y zona geográfica.

50. Con respecto a la diversificación geográfica, la proporción de los activos de la Caja invertida en América del Norte aumentó del 43,1% en marzo de 2010 al 45,7% en marzo de 2012. Las inversiones en Europa disminuyeron del 29,3% al 25,4% y la proporción de inversiones en Asia y el Pacífico disminuyó ligeramente del 18,5% al 18,0% debido a las fluctuaciones monetarias y de los tipos de interés. Al 31 de marzo de 2012 la Caja registraba una contribución negativa del 1,8% debida a los tipos de cambio. Las inversiones en acciones, bonos y bienes inmuebles denominadas en monedas distintas del dólar de los Estados Unidos tuvieron una contribución negativa a los resultados debido al efecto de la moneda, ya que el dólar de los Estados Unidos se apreció respecto de las principales monedas. Con las modificaciones de la distribución geográfica también se modificó la diversificación en distintas monedas. La diversificación respecto de las clases de activo, monedas y regiones tuvo un efecto importante en el rendimiento de la Caja. La inversión en una sola moneda, aparte del dólar de los Estados Unidos, habría tenido un efecto negativo en el rendimiento, puesto que las fluctuaciones de las monedas respecto del dólar no están sincronizadas. En varias ocasiones el rendimiento total fue negativo en monedas locales, pero positivo en dólares de los Estados Unidos. En el cuadro que figura *infra* se indican las zonas en que la Caja tiene inversiones.

Cuadro 1
Valor de mercado de las inversiones de la Caja por país o zona al 31 de marzo de 2012^a

| <i>País o zona</i> | <i>Cuantía (millones de dólares EE.UU.)</i> | <i>Porcentaje</i> |
|--|---|-------------------|
| Alemania | 1 916,1 | 4,45 |
| Australia | 1 156,1 | 2,68 |
| Austria | 49,5 | 0,11 |
| Bélgica | 55,2 | 0,13 |
| Brasil | 768,2 | 1,78 |
| Canadá | 2 405,7 | 5,58 |
| Chile | 69,9 | 0,16 |
| China | 1 377,5 | 3,20 |
| Colombia | 6,8 | 0,02 |
| Dinamarca | 69,3 | 0,16 |
| España | 263,7 | 0,61 |
| Estados Unidos de América | 17 286,1 | 40,12 |
| Estonia | 37,1 | 0,09 |
| Federación de Rusia | 371,7 | 0,86 |
| Finlandia ^b | 206,5 | 0,48 |
| Francia | 1 506,6 | 3,50 |
| Guernsey, Islas del Canal | 25,8 | 0,06 |
| Hungría | 0,0 | 0,00 |
| India | 335,8 | 0,78 |
| Indonesia | 20,5 | 0,05 |
| Irlanda | 40,3 | 0,09 |
| Israel | 52,1 | 0,12 |
| Italia | 77,4 | 0,18 |
| Japón | 2 867,4 | 6,65 |
| Lituania | 34,1 | 0,08 |
| Malasia | 658,0 | 1,53 |
| México | 646,4 | 1,50 |
| Noruega | 629,3 | 1,46 |
| Nueva Zelanda | 36,9 | 0,09 |
| Países Bajos | 542,3 | 1,26 |
| Polonia | 718,0 | 1,67 |
| Región de África | 209,9 | 0,49 |
| Región de América Latina | 27,4 | 0,06 |
| Región de Asia | 239,0 | 0,55 |
| Región de Europa | 193,7 | 0,45 |
| Región de mercados emergentes ^c | 40,9 | 0,09 |

| <i>País o zona</i> | <i>Cuantía (millones de dólares EE.UU.)</i> | <i>Porcentaje</i> |
|---|---|-------------------|
| Región de organismos multinacionales | 1 275,8 | 2,96 |
| Región del Oriente Medio | 16,9 | 0,04 |
| Región internacional ^c | 345,3 | 0,80 |
| Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte | 3 022,8 | 7,01 |
| República Checa | 42,1 | 0,10 |
| República de Corea | 917,6 | 2,13 |
| Singapur | 383,5 | 0,89 |
| Sudáfrica | 394,8 | 0,92 |
| Suecia | 716,4 | 1,66 |
| Suiza | 903,4 | 2,10 |
| Tailandia | 23,7 | 0,05 |
| Turquía | 82,1 | 0,19 |
| Venezuela (República Bolivariana de) | 25,3 | 0,06 |
| Total | 43 090,9 | 100,00 |

^a El país de inversión se basa en general en el domicilio emisor. Los valores convertibles se clasifican según la moneda en que pueden convertirse.

^b Países en que se han hecho inversiones en bienes inmuebles que constituyen menos del 0,01% del total de inversiones de la Caja.

^c El término "Internacional" se refiere a las inversiones en instituciones internacionales de desarrollo, como el Banco Mundial. Las inversiones en mercados emergentes o en la zona del euro se hacen en varios países de una zona o moneda en particular.

Cuadro 2 Inversiones de la Caja en mercados desarrollados^a

| <i>País o zona</i> | <i>Acciones</i> | | <i>Renta fija</i> | |
|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> |
| Alemania | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Australia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Austria | – | – | – | ✓ |
| Bélgica | ✓ | ✓ | – | ✓ |
| Canadá | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Dinamarca | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| España | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Estados Unidos de América | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Finlandia | – | ✓ | – | ✓ |
| Francia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Grecia | ✓ | – | – | – |
| Irlanda | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |

| <i>País o zona</i> | <i>Acciones</i> | | <i>Renta fija</i> | |
|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> |
| Israel | ✓ | ✓ | – | – |
| Italia | ✓ | ✓ | – | – |
| Japón | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Noruega | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Nueva Zelanda | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Países Bajos | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Portugal | – | – | – | – |
| Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Singapur | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Suecia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Suiza | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| Total | 20 | 20 | 16 | 17 |

^a La clasificación se basa en la definición de mercados desarrollados del índice Morgan Stanley Capital International (MSCI).

Cuadro 3 Inversiones de acciones y renta fija en mercados emergentes

| | <i>Acciones^a</i> | | <i>Renta fija</i> | |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> |
| Arabia Saudita | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Argentina | – | – | ✓ | ✓ |
| Bahrein | ✓ | ✓ | – | ✓ |
| Botswana | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Brasil | ✓ | – | – | – |
| Bulgaria | – | – | ✓ | ✓ |
| Chile | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| China | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Chipre | – | – | – | – |
| Colombia | ✓ | ✓ | – | – |
| Congo | – | – | ✓ | – |
| Côte d'Ivoire | – | – | ✓ | ✓ |
| Egipto | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Emiratos Árabes Unidos | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Estonia | – | – | ✓ | ✓ |
| Federación de Rusia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Filipinas | – | – | – | – |
| Ghana | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Hungría | ✓ | – | – | – |
| India | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| Indonesia | – | ✓ | ✓ | – |
| Islas Marshall | – | – | ✓ | ✓ |
| Jordania | ✓ | – | ✓ | ✓ |
| Angola | – | – | – | – |
| Argentina | – | – | – | – |
| Azerbaiyán | – | – | – | – |
| Bosnia y Herzegovina | – | – | – | – |
| Botswana | – | – | – | – |
| Brasil | – | – | – | – |
| Chile | – | – | – | – |
| China | – | – | – | – |
| Chipre | – | – | – | – |
| Colombia | – | – | – | – |
| Côte d'Ivoire | – | – | – | – |
| Croacia | – | – | – | – |
| Ecuador | – | – | – | – |
| Egipto | – | – | – | – |
| El Salvador | – | – | – | – |
| Estonia | – | – | – | – |
| ex República Yugoslava de Macedonia | – | – | – | – |
| Federación de Rusia | – | – | – | – |
| Fiji | – | – | – | – |
| Filipinas | – | – | – | – |
| Georgia | – | – | – | – |
| Ghana | – | – | – | – |

| | <i>Acciones^a</i> | | <i>Renta fija</i> | |
|--|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> | <i>31 de marzo de 2010</i> | <i>31 de marzo de 2012</i> |
| Kazajstán | – | – | ✓ | ✓ |
| Kenya | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Kirguistán | – | – | – | ✓ |
| Kuwait | ✓ | ✓ | – | – |
| Líbano | ✓ | – | ✓ | ✓ |
| Lituania | – | – | ✓ | – |
| Malasia | ✓ | ✓ | – | – |
| Malawi | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Marruecos | ✓ | – | ✓ | ✓ |
| Mauricio | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| México | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Namibia | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| Nigeria | ✓ | ✓ | – | – |
| Omán | ✓ | ✓ | – | – |
| Pakistán | – | – | ✓ | ✓ |
| Palestina | ✓ | ✓ | – | ✓ |
| Panamá | – | – | – | – |
| Perú | – | – | ✓ | ✓ |
| Polonia | ✓ | – | – | – |
| Qatar | ✓ | – | – | – |
| República Checa | – | ✓ | ✓ | ✓ |
| República de Corea | ✓ | ✓ | ✓ | – |
| República Unida de Tanzania | – | ✓ | ✓ | ✓ |
| Rwanda | – | ✓ | ✓ | – |
| Senegal | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Sri Lanka | – | – | – | – |
| Sudáfrica | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Tailandia | – | ✓ | – | ✓ |
| Túnez | ✓ | ✓ | – | ✓ |
| Turkmenistán | – | – | ✓ | ✓ |
| Turquía | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Ucrania | – | – | ✓ | ✓ |
| Venezuela (República Bolivariana de) | – | – | – | ✓ |
| Viet Nam | – | – | ✓ | ✓ |
| Zambia | ✓ | ✓ | – | ✓ |
| Zimbabwe | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Total | 35 | 34 | | |
| Granada | | | ✓ | ✓ |
| Hungría | | | ✓ | ✓ |
| India | | | – | ✓ |
| Indonesia | | | – | – |
| Iraq | | | ✓ | ✓ |
| Islas Caimán | | | ✓ | – |
| Israel | | | – | – |
| Jordania | | | ✓ | ✓ |
| Kazajstán | | | ✓ | ✓ |
| Lituania | | | ✓ | ✓ |
| Malasia | | | ✓ | ✓ |
| Malawi | | | ✓ | – |
| Marruecos | | | – | – |
| Mauricio | | | – | – |
| México | | | ✓ | ✓ |
| Montenegro | | | – | ✓ |
| Nepal | | | – | – |
| Nigeria | | | ✓ | ✓ |
| Omán | | | – | – |
| Perú | | | – | – |
| Polonia | | | ✓ | ✓ |
| Qatar | | | ✓ | – |
| República Checa | | | ✓ | ✓ |
| República de Corea | | | ✓ | – |
| República de Moldova | | | – | – |
| República Dominicana | | | ✓ | ✓ |
| República Popular Democrática de Corea | | | ✓ | ✓ |
| Serbia | | | – | ✓ |
| Seychelles | | | – | ✓ |
| Sudáfrica | | | ✓ | ✓ |
| Trinidad y Tabago | | | ✓ | ✓ |
| Turquía | | | ✓ | ✓ |
| Túnez | | | – | ✓ |
| Ucrania | | | ✓ | ✓ |
| Uganda | | | – | ✓ |
| Uruguay | | | ✓ | ✓ |
| Venezuela (República Bolivariana de) | | | ✓ | ✓ |
| Viet Nam | | | – | – |
| Zambia | | | ✓ | – |
| Total | | | 42 | 43 |

Nota: La clasificación utilizada en este cuadro para incluir a los países en la categoría de “mercados emergentes” sigue las convenciones establecidas de los mercados financieros.

^a El 30 de junio de 2010 la División de Gestión de las Inversiones firmó un contrato con el Fondo para África, Latinoamérica y el Caribe, un fondo de capital privado que es administrado por la compañía de gestión de activos de la Corporación Financiera Internacional. La División está buscando nuevas oportunidades de inversión en los mercados emergentes.

V. Rendimiento de las inversiones

A. Rendimiento total

51. El valor de mercado de los activos de la Caja aumentó de 38.348 millones de dólares al 31 de marzo de 2010 a 43.091 millones al 31 de marzo de 2012, es decir, en 4.743 millones, aproximadamente un 9,0%. El rendimiento total de las inversiones fue del 11,9% en el ejercicio terminado el 31 de marzo de 2011 y del 0,6%, en el ejercicio terminado el 31 de marzo de 2012. Las tasas reales de rendimiento, una vez ajustadas en función del índice de precios de consumo de los Estados Unidos, fueron del 8,9% y el -2,0%, respectivamente.

52. En 2011 los mercados financieros tuvieron un comportamiento turbulento y las autoridades financieras y los inversores se concentraron en formas de resolver la crisis de la zona del euro. En abril de 2011 se registró un valor de la Caja sin precedentes de 44.000 millones de dólares. En los meses siguientes ese valor se redujo debido a la reacción negativa de los mercados frente a la crisis de la deuda de la zona del euro. Las inversiones en acciones de los Estados Unidos tuvieron un rendimiento del 14,9% en 2011 y del 6,7% en 2012. Las inversiones en acciones de otros países tuvieron un rendimiento del 13,1% en 2011 y del -7,3% en 2012. El rendimiento total de las acciones fue del -1,2% en 2012 y del 13,8% en 2011. Las inversiones en acciones constituyeron el 67,1% y el 60,6% del total de las inversiones de la Caja en 2011 y 2012, respectivamente. Los bonos de los Estados Unidos tuvieron un rendimiento del 5,4% en 2011 y del 6,9% en 2012, mientras que el de los bonos de otros países fue del 10,3% en 2011 y del 3,1% en 2012. El rendimiento de las inversiones inmobiliarias fue del 12,5% en 2011 y del 10,87% en 2012. Las inversiones a corto plazo tuvieron un rendimiento del 1,3% en 2011 y del 1,2% en 2012.

53. Las tasas de rendimiento que se indican en el presente informe han sido calculadas por un encargado del registro principal externo sobre la base de un método aceptado generalmente que se expuso en detalle en el informe sobre la gestión de las inversiones que se presentó al Comité Mixto en su 34º período de sesiones¹. El cálculo incluye los ingresos efectivos por concepto de dividendos e intereses y las ganancias y pérdidas de capital registradas. También tiene en cuenta las modificaciones del valor de mercado de las inversiones y la distribución cronológica de las corrientes de efectivo.

B. Comparación de los rendimientos de las inversiones

54. La Caja sigue siendo el fondo de pensiones de más amplia diversificación geográfica que mantiene sus cuentas en dólares de los Estados Unidos, aunque tiene obligaciones en varias otras monedas. Al final del período que se examina, la Caja tenía más del 50% de su activo en monedas distintas del dólar de los Estados Unidos.

55. En el ejercicio terminado el 31 de marzo de 2011, el rendimiento de la Caja fue del 11,9%, es decir, fue inferior al del indicador normativo de referencia en un 0,5%. El indicador normativo de referencia esta compuesto en un 60% por el MSCI

¹ JSPB/34/R.10.

All Country World Index, en un 31% por el Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, en un 6% por el National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) Open-End Diversified Core Equity Index y en un 3% por el Merrill Lynch 91-day Treasury Bill Index. En el ejercicio terminado el 31 de marzo de 2012, la Caja no superó el nivel del indicador de referencia con un rendimiento del -2,1. En los 15 últimos años, la Caja tuvo un rendimiento anualizado del 6,9%, con lo que superó el rendimiento del 6,2% del indicador de referencia 60/31.

56. En los 15 últimos años, el MSCI All Country Index tuvo un rendimiento total anualizado del 5,6%, mientras que la clase de activos de acciones de la Caja registró un rendimiento anualizado del 6,3%. En el mismo período, el Barclays Capital Global Aggregate Bond Index tuvo un rendimiento anualizado del 6,1%, mientras que el de la cartera de bonos de la Caja fue del 6,6%. Al 31 de marzo de 2012 la Caja tenía inversiones en 41 países, 7 instituciones internacionales y regionales, y 23 monedas.

57. **Gestión del riesgo.** La diversificación de la Caja y su práctica conservadora de invertir en empresas de mayor calidad han seguido protegiéndola. La División de Gestión de las Inversiones ha estado utilizando ampliamente el sistema RiskMetrics, recientemente instalado, como herramienta de apoyo para la adopción de decisiones sobre la vigilancia de los riesgos absolutos y relativos.

58. **Mejoras de infraestructura.** En enero de 2010 la División de Gestión de las Inversiones inauguró el uso de un sistema electrónico de gestión de las órdenes de transacción y lo integró con el sistema de telecomunicaciones financieras seguro Sociedad para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Internacionales (SWIFT), que entró en funcionamiento cuando se celebró la última reunión del Comité Mixto. Con estas mejoras de los sistemas se ha establecido una infraestructura que será de utilidad para la Caja durante muchos años, ya que reducirá los costos y aumentará la seguridad de las transferencias de fondos. Con esta infraestructura mejorada, la Caja es ahora un cliente de menor riesgo que se ajusta a las más altas normas del sector.

59. Desde 2010 la Sección de Gestión del Riesgo y Cumplimiento de Normas de la División de Gestión de las Inversiones ha instituido varias políticas fundamentales que confirman el compromiso de la División con las normas más altas de ética, buena gobernanza, competencia e integridad. La política sobre valores personales ofrece orientación para las inversiones personales que podrían generar conflictos de intereses reales o aparentes entre el personal de la División y la gestión de las inversiones de la Caja. La política en materia de obsequios y atenciones sociales tiene por objeto evitar situaciones en las que los intereses personales podrían entrar en conflicto, real o aparente, con los intereses de la División o la Caja. En vista de las normas elevadas que se requieren para los funcionarios que desempeñan funciones en esferas delicadas, la División ha adoptado una regla de tolerancia cero respecto de la aceptación de obsequios de toda entidad que tenga una relación comercial con esta o procure tenerla. La política de licencia obligatoria exige que los funcionarios de la División que cumplen deberes fiduciarios tomen un período de licencia anual de por lo menos diez días laborables consecutivos. La razón de este control es que determinados tipos de fraude pueden revelarse cuando la persona responsable no se encuentra presente para esconderlos. La política de prácticas de comunicación y conservación de documentos define las prácticas de comunicación,

incluidas las redes sociales, y de conservación de documentación oficial adecuadas para garantizar la seguridad e integridad de la Caja.

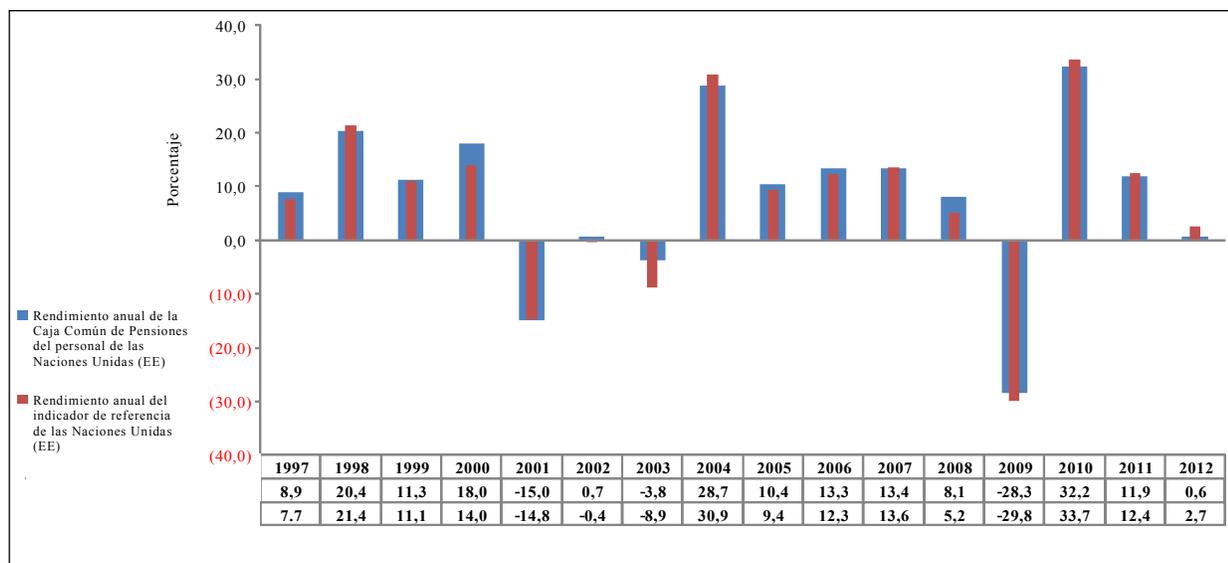
60. **Custodios múltiples y encargado del registro principal independiente.** El contrato del encargado del registro principal independiente se celebró con Northern Trust con efecto al 1 de junio de 2012. El contrato de servicios mundiales de custodia en mercados emergentes y fronterizos se celebró con Citibank N.A., con efecto al 2 de julio de 2012. Al momento de redactarse el presente informe se estaban abriendo cuentas y transfiriendo activos de Northern Trust a Citibank N.A. La negociación de un contrato con otro banco fracasó y se está preparando un nuevo pedido de ofertas para servicios mundiales de custodia en mercados desarrollados. Este nuevo modelo de custodios múltiples y encargado del registro principal independiente se puso en práctica para reducir al mínimo los riesgos como resultado de la experiencia adquirida en la crisis económica de 2008 que afectó a las instituciones financieras de todo el mundo.

61. **Servicios de asesoramiento fiscal general.** Actualmente la Caja está en vías de contratar un asesor fiscal general para que preste ayuda en el proceso de reclamar el reembolso de los impuestos. Los esfuerzos por reclamar impuestos en jurisdicciones que no tienen procedimientos para ello han sido pesados y prolongados con los recursos humanos actuales de la Caja. El asesor fiscal general ayudará a la Caja a este respecto y realizará un examen amplio sobre la posibilidad de recuperar todas las cuentas por cobrar en concepto de impuestos. También ayudará a la Caja a reestructurar sus acuerdos de asociación limitada con fondos privados de inversiones inmobiliarias y de capital privado para garantizar las exenciones fiscales.

C. Tasas de rendimiento a largo plazo

62. Del 1 de abril de 2010 al 31 de marzo de 2012 la Caja realizó sus actividades en el contexto de mayor volatilidad de los mercados de la historia de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas. Históricamente los mercados de acciones tuvieron un fuerte rendimiento positivo de 1993 a 2000, que se redujo marcadamente en los tres años siguientes. De 2004 a 2008 los mercados de acciones experimentaron rendimientos positivos. Desde entonces, los mercados han tenido un comportamiento volátil. En los ejercicios económicos 2011 y 2012 los rendimientos de la Caja fueron del 11,9% y el 0,6%, por debajo del indicador normativo de referencia en 0,5% y 2,07%, respectivamente.

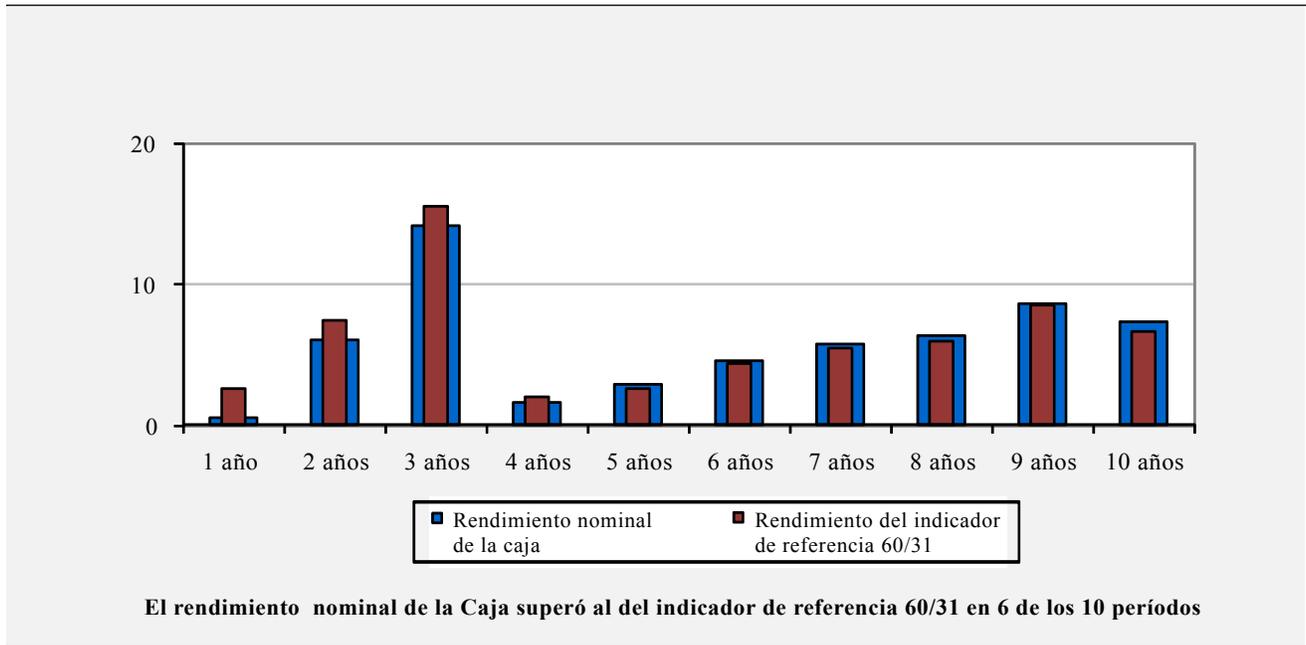
Gráfico I
Tasas de rendimiento a largo plazo de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas



Abreviatura: EE, Ejercicio económico.

63. Como se observa en el gráfico siguiente, la Caja superó el rendimiento del indicador normativo de referencia en 6 de los 10 períodos móviles hasta el 31 de marzo de 2012. La tasa de rendimiento total anualizada en el período de 50 años respecto del cual se dispone de datos fue del 8,2%, lo que constituye una tasa de rendimiento anual real del 3,8%, una vez efectuados los ajustes en función del índice de precios de consumo de los Estados Unidos.

Gráfico II
Rendimiento por período móvil al 31 de marzo de 2012



Cuadro 4

Tasa anual de rendimiento total de la Caja

(Porcentajes basados en el valor de mercado al 31 de marzo, de 1962 a 2012)

| Año | Acciones | | | | Bonos | | | CGWGBI Bond Index ^d | Inversiones inmobiliarias | Corto plazo | Total Caja |
|------|-------------------|-----------------|---------|----------------------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------------|----------------|---------------|
| | Estados Unidos | Otros países | Total | MSCI World Index ^a | Estados Unidos | Otros países | Total ^c | | | | |
| 1961 | 18,8 | 37,8 | 19,4 | — | — | — | 8,0 | — | — | — | 12,7 |
| 1962 | 12,37 | 0,87 | 11,65 | — | — | — | 3,91 | — | — | — | 6,61 |
| 1963 | (0,60) | (16,34) | (0,59) | — | — | — | 5,49 | — | — | — | 4,07 |
| 1964 | 18,18 | 7,48 | 17,45 | — | — | — | 2,12 | — | — | — | 8,24 |
| 1965 | 10,89 | 8,30 | 10,44 | — | — | — | 4,41 | — | — | — | 6,98 |
| 1966 | 4,53 | 3,22 | 4,31 | — | — | — | (2,14) | — | — | — | 0,66 |
| 1967 | 11,76 | (2,32) | 8,98 | — | — | — | 3,97 | — | — | — | 7,91 |
| 1968 | 2,86 | 28,30 | 7,46 | — | — | — | (4,89) | — | — | — | 1,60 |
| 1969 | 13,35 | 20,07 | 14,64 | — | — | — | 2,66 | — | — | — | 9,09 |
| 1970 | (5,10) | (2,18) | (4,49) | — | — | — | 1,41 | — | — | — | (1,75) |
| 1971 | 13,94 | 3,31 | 11,46 | 9,28 | — | — | 14,10 | — | — | 8,73 | 13,53 |
| 1972 | 14,13 | 34,30 | 18,33 | 16,92 | — | — | 9,41 | — | 11,58 | 7,15 | 16,98 |
| 1973 | 5,85 | 20,77 | 9,49 | 13,47 | — | — | 7,40 | — | 4,78 | 5,92 | 8,55 |
| 1974 | (16,70) | (21,48) | (18,10) | (16,40) | — | — | 1,92 | — | 10,18 | 10,70 | (13,55) |
| 1975 | (11,20) | 11,60 | (5,16) | (6,09) | 6,20 | 14,63 | 6,55 | — | (1,03) | 12,35 | 0,18 |
| 1976 | 16,37 | 10,76 | 14,58 | 15,59 | 11,22 | 1,91 | 10,02 | — | 5,16 | 7,70 | 13,16 |
| 1977 | (8,25) | (3,75) | (6,62) | (0,95) | 10,40 | 15,20 | 11,06 | — | 3,70 | 5,20 | (0,26) |
| 1978 | (5,60) | 20,31 | 4,16 | 6,11 | 5,62 | 24,39 | 8,72 | — | 8,25 | 7,67 | 6,12 |
| 1979 | 22,36 | 21,67 | 22,07 | 21,27 | 4,70 | 12,50 | 6,63 | 8,04 | 16,86 | 8,56 | 15,07 |
| 1980 | 10,89 | (10,31) | 1,08 | (0,18) | (9,53) | (4,64) | (7,63) | (13,16) | 17,42 | 11,75 | (0,39) |
| 1981 | 43,19 | 39,60 | 41,45 | 34,80 | 14,99 | 9,45 | 12,51 | 20,38 | 14,71 | 15,76 | 26,60 |
| 1982 | (17,88) | (19,64) | (18,77) | (15,00) | 11,08 | 0,40 | 6,20 | (0,69) | 17,51 | 17,95 | (7,85) |
| 1983 | 40,91 | 23,60 | 33,55 | 31,60 | 32,53 | 14,54 | 24,89 | 20,54 | 7,07 | 12,76 | 27,05 |
| 1984 | 5,08 | 32,46 | 15,66 | 17,30 | 5,46 | 12,42 | 8,67 | 8,20 | 13,33 | 13,07 | 13,01 |
| 1985 | 20,75 | (6,82) | 9,54 | 7,20 | 17,86 | (8,22) | 4,53 | 5,50 | 13,47 | 3,62 | 8,09 |
| 1986 | 34,95 | 58,48 | 43,44 | 56,02 | 54,30 | 50,33 | 51,21 | 48,70 | 10,75 | 6,95 | 41,52 |
| 1987 | 21,63 | 43,88 | 30,01 | 43,22 | 9,14 | 32,63 | 22,59 | 17,42 | 12,67 | 11,97 | 24,69 |

| Año | Acciones | | | | Bonos | | | CGWGBI Bond Index ^d | Inversiones inmobiliarias | Corto plazo | Total Caja |
|------|-------------------|-----------------|--------|----------------------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------------|----------------|--------------------|
| | Estados Unidos | Otros países | Total | MSCI World Index ^a | Estados Unidos | Otros países | Total ^f | | | | |
| 1998 | (12,18) | 2,15 | (4,74) | 5,81 | 3,26 | 20,24 | 12,65 | 11,42 | 9,19 | 7,67 | 3,10 |
| 1989 | 13,20 | 10,00 | 11,30 | 13,56 | 2,10 | (5,50) | (2,40) | 0,36 | 8,20 | 10,40 | 5,90 |
| 1990 | 21,54 | 13,21 | 16,57 | (2,30) | 10,47 | 2,93 | 6,20 | 3,12 | 12,31 | 9,72 | 11,56 |
| 1991 | 8,9 | 1,2 | 4,5 | 3,2 | 12,5 | 17,4 | 15,0 | 16,2 | 5,1 | 13,1 | 8,9 |
| 1992 | 11,3 | 0,1 | 4,9 | (0,5) | 13,7 | 14,0 | 14,0 | 14,0 | (4,1) | 6,5 | 7,6 |
| 1993 | 17,3 | 6,7 | 11,2 | 12,7 | 15,9 | 17,7 | 16,9 | 19,0 | (6,6) | 7,5 | 11,6 |
| 1994 | (2,7) | 24,4 | 12,4 | 14,0 | 3,4 | 10,1 | 7,7 | 6,8 | 0,5 | 3,0 | 9,7 |
| 1995 | 11,1 | 6,5 | 8,1 | 9,8 | 2,9 | 18,6 | 12,9 | 12,1 | 0,0 | 5,0 | 8,7 |
| 1996 | 30,2 | 15,1 | 20,5 | 20,6 | 8,0 | 3,3 | 5,1 | 5,3 | 10,4 | 4,1 | 14,6 |
| 1997 | 18,9 | 7,2 | 11,6 | 9,8 | 6,2 | 2,5 | 3,6 | 1,2 | 8,6 | 4,4 | 8,9 |
| 1998 | 45,4 | 15,4 | 27,3 | 32,4 | 10,6 | 4,3 | 7,0 | 5,4 | 18,9 | 7,0 | 20,4 |
| 1999 | 18,4 | 9,7 | 13,9 | 13,0 | 4,8 | 9,0 | 6,5 | 10,0 | 4,8 | 9,9 | 11,3 |
| 2000 | 17,5 | 39,9 | 28,5 | 21,6 | 3,1 | (5,7) | (2,5) | (0,3) | 11,7 | 3,0 | 18,0 |
| 2001 | (17,2) | (30,3) | (24,2) | (25,1) | 13,0 | (4,2) | 2,0 | (1,7) | 11,3 | 4,2 | (15,0) |
| 2002 | 2,8 | (6,1) | (1,3) | (4,2) | 4,9 | 2,1 | 3,1 | 0,5 | 8,4 | 3,5 | 0,7 |
| 2003 | (23,9) | (21,7) | (23,1) | (24,2) | 15,9 | 34,9 | 28,4 | 25,2 | 8,5 | 11,1 | -3,8 |
| 2004 | 29,3 | 56,5 | 42,5 | 43,9 | 6,8 | 19,4 | 15,7 | 13,5 | 23,9 | 8,1 | 28,7 |
| 2005 | 6,3 | 16,9 | 11,8 | 11,1 | 1,2 | 10,5 | 7,8 | 5,5 | 15,8 | 2,5 | 10,4 |
| 2006 | 13,1 | 28,8 | 21,3 | 18,6 | 2,4 | (4,4) | (2,8) | (2,0) | 30,5 | 2,9 | 13,3 |
| 2006 | | | | 20,3 ^b | | | | (2,6) ^e | | | 12,3 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2007 | 9,4 | 20,6 | 15,7 | 16,4 | 7,1 | 9,4 | 8,4 | 8,1 | 24,0 | 5,5 | 13,4 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2008 | (0,6) | 5,9 | 3,4 | (0,7) | 8,3 | 18,4 | 15,1 | 15,3 | 9,0 | 8,3 | 8,1 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2009 | (34,6) | (45,1) | (41,0) | (42,7) | (1,4) | (12,6) | (8,6) | (4,9) | (22,9) | 3,9 | (28,3) |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |

| Año | Acciones | | | | Bonos | | | CGWGBI Bond Index ^d | Inversiones inmobiliarias | Corto plazo | Total Caja |
|------|-------------------|-----------------|-------|----------------------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------------|----------------|--------------------|
| | Estados Unidos | Otros países | Total | MSCI World Index ^a | Estados Unidos | Otros países | Total ^f | | | | |
| 2010 | 42,6 | 62,2 | 54,1 | 56,3 | 5,9 | 16,7 | 10,8 | 10,2 | (17,4) | (2,7) | 32,2 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2011 | 14,9 | 13,1 | 13,8 | 14,6 | 5,4 | 10,3 | 8,2 | 7,1 | 12,5 | 1,3 | 11,9 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |
| 2012 | 6,7 | (7,3) | (1,2) | (0,2) | 6,9 | 3,1 | 4,6 | 5,3 | 10,8 | 1,2 | 0,6 |
| | | | | MSCI ACWI | | | | BCGA | | | 60/31 ^f |

^a Los índices MSCI suministran una cobertura exhaustiva de los mercados de acciones de más de 70 países con mercados desarrollados, emergentes y fronterizos, aplicando una metodología coherente de creación y mantenimiento de índices.

^b El MSCI All Country World Index (MSCI ACWI) comprende 45 índices de países, incluidos 24 índices de países con mercados desarrollados y 21 de países con mercados emergentes.

^c La proporción de bonos de otros países no era significativa antes de 1975.

^d El Citigroup World Government Bond Index (CWGGBI) comprende 18 mercados importantes de bonos; el nombre Salomon Smith Barney World Government Bond Index (SBGWBI) se cambió por el de Citigroup World Government Bond Index (CGWGBI).

^e Barclays Capital Global Aggregate Index (BCGA) – con efecto al 3 de noviembre de 2008, el índice de bonos Lehman Brothers Global Aggregate Index cambió su denominación a Barclays Capital Global Aggregate Index (BCGA).

^f El indicador normativo de referencia 60/31 está compuesto en un 60% por el de MSCI All Country World Index, en un 31% por el Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, en un 6% por el National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) Open-End Diversified Core Equity Index y en un 3% por el Merrill Lynch 91-day Treasury Bill Index.

Cuadro 5
Tasas anuales de rendimiento del total de la Caja sobre la base del
valor de mercado

(Porcentajes para períodos seleccionados finalizados el 31 de marzo de 2012)

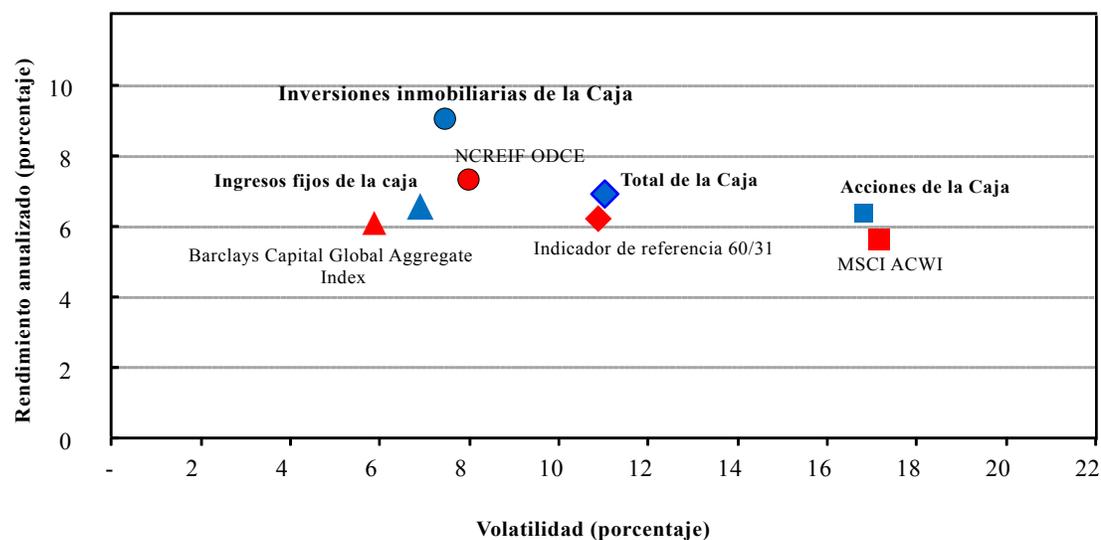
| | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 5 años hasta 2012 inclusive | 10 años hasta 2012 inclusive | 15 años hasta 2012 inclusive |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| Acciones de los Estados Unidos | 6,7 | 14,9 | 42,6 | -34,6 | -0,6 | 4,2 | | |
| Acciones de otros países | -7,3 | 13,1 | 62,2 | -45,1 | 3,9 | 6,7 | | |
| Total de acciones | -1,2 | 13,8 | 54,1 | -41,0 | 3,4 | 4,4 | 6,1 | 7,3 |
| Bonos de los Estados Unidos | 6,9 | 5,4 | 5,9 | -1,4 | 8,3 | 5,0 | | |
| Bonos de otros países | 3,1 | 10,3 | 16,7 | -12,6 | 18,4 | 7,8 | | |
| Total de bonos | 4,6 | 8,2 | 10,8 | -8,6 | 15,1 | 6,5 | 8,2 | 6,5 |
| Inversiones inmobiliarias | 10,8 | 12,5 | -17,4 | -22,9 | 9,0 | -0,6 | 7,9 | 8,9 |
| Inversiones a corto plazo | 1,2 | 1,3 | -2,7 | 3,9 | 8,3 | 3,2 | 4,4 | |
| Total de la Caja en dólares de los Estados Unidos | 0,6 | 11,9 | 32,2 | -28,3 | 8,1 | 5,4 | 7,3 | 7,5 |
| Rendimiento ajustado según la inflación (basado en el índice de precios de consumo de los Estados Unidos) | -2,1 | 9,2 | 29,2 | -28,1 | 4,0 | 0,7 | 4,8 | 4,5 |

D. Perfil de riesgo/rendimiento

64. En los últimos 15 años, la tasa media anual de rendimiento de la Caja, del 6,9%, fue superior a la tasa de rendimiento del indicador de referencia, del 6,2%. La volatilidad de la Caja, de un 11,0%, fue ligeramente superior a la del indicador de referencia, del 10,8%. La Caja tuvo una cartera bien diversificada que incluyó todas las principales clases de activos y valores.

65. Entre las clases de activos, la cartera de acciones de la Caja tuvo un rendimiento del 6,4%, superior al del MSCI All Country World Index, que fue del 5,6%, pero la cartera de acciones de la Caja tenía un perfil de riesgo mucho mejor (16,8%) que el del MSCI All Country World Index (17,2%). La cartera de bonos tuvo un rendimiento medio en 15 años del 6,6%, mejor que el del Barclays Capital Global Aggregate Index (6,1%), pero una volatilidad mayor (6,9%) que la de ese índice (5,9%).

Gráfico III
Perfil de riesgo/rendimiento de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas en 15 años comparado con el de los índices al 31 de marzo de 2012



Abreviatura: ODCE, Open-End Diversified Core.

VI. Inversiones en países en desarrollo

66. La Caja sigue procurando invertir en países en desarrollo en la medida en que sea compatible con los intereses de los afiliados y de los beneficiarios. Al 31 de marzo de 2012 las inversiones directas e indirectas en países en desarrollo ascendían a 5.900 millones de dólares, un aumento de aproximadamente el 23% respecto de los 4.800 millones de dólares al costo invertidos al 31 de marzo de 2010. Los aumentos se registraron en países en desarrollo de las regiones de Asia, África, Europa y América Latina.

67. La División de Gestión de las Inversiones sigue investigando posibles oportunidades de inversión en países en desarrollo. En el período de que se informa se realizaron visitas con ese fin a África, Asia, América Latina y Europa Oriental. La Caja sigue examinando su participación en esos mercados buscando instrumentos de inversión apropiados, al tiempo que tiene en cuenta los criterios y la estrategia de inversión de la Caja.

Cuadro 6
Inversiones relacionadas con el desarrollo: valor en libros al 31 de marzo de 2010 y al 31 de marzo de 2012

(En miles de dólares de los Estados Unidos)

| | <i>Valor en libros</i> | | <i>Valor de mercado</i> | | <i>Rendimiento anualizado en dos años (porcentaje)</i> |
|-----------------------------|------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|--|
| | <i>Total 2010</i> | <i>Total 2012</i> | <i>Total 2010</i> | <i>Total 2012</i> | |
| África | | | | | |
| Egipto | 14 799 | 0 | 17 226 | 0 | n/a ^a |
| Sudáfrica | 242 903 | 293 376 | 350 483 | 394 822 | n/a ^a |
| Fondos regionales | 110 044 | 131 295 | 121 707 | 118 606 | (1,28) |
| Subtotal | 367 746 | 424 671 | 489 416 | 513 428 | |
| Instituciones de desarrollo | 79 203 | 79 203 | 85 912 | 91 299 | |
| Total de África | 446 949 | 503 874 | 575 328 | 604 727 | |
| Asia | | | | | |
| China | 872 935 | 1 130 676 | 1 140 989 | 1 377 518 | n/a ^a |
| India | 180 663 | 287 467 | 302 472 | 335 822 | n/a ^a |
| Malasia | 513 681 | 563 941 | 562 907 | 657 997 | n/a ^a |
| Qatar | 10 002 | 0 | 10 462 | 0 | n/a ^a |
| República de Corea | 653 007 | 685 006 | 795 906 | 917 559 | n/a ^a |
| Singapur | 180 568 | 334 497 | 253 741 | 383 485 | |
| Fondos regionales | 261 624 | 117 263 | 216 141 | 202 198 | |
| Subtotal | 2 672 480 | 3 118 850 | 3 282 618 | 3 874 579 | |
| Instituciones de desarrollo | 55 118 | 30 173 | 58 739 | 36 775 | |
| Total de Asia | 2 727 598 | 3 149 023 | 3 341 357 | 3 911 354 | |
| Europa | | | | | |
| Chipre | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Turquía | 73 312 | 52 691 | 110 793 | 82 076 | (1,25) |
| Fondos regionales | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Subtotal | 73 312 | 52 691 | 110 793 | 82 076 | |
| Instituciones de desarrollo | 0 | 297 804 | 0 | 331 951 | |
| Total de Europa | 73 312 | 350 495 | 110 793 | 414 027 | |
| América Latina | | | | | |
| Argentina | 0 | 0 | 0 | 0 | n/a ^a |
| Brasil | 276 823 | 590 677 | 571 686 | 768 176 | n/a ^a |
| Chile | 20 056 | 47 692 | 45 499 | 69 880 | n/a ^a |
| Colombia | 2 951 | 2 951 | 4 830 | 6 832 | 21,72 |

| | <i>Valor en libros</i> | | <i>Valor de mercado</i> | | <i>Rendimiento anualizado en dos años (porcentaje)</i> |
|--|------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|--|
| | <i>Total 2010</i> | <i>Total 2012</i> | <i>Total 2010</i> | <i>Total 2012</i> | |
| México | 444 034 | 472 501 | 593 348 | 646 448 | n/a ^a |
| Venezuela (República Bolivariana de) | 19 965 | 19 965 | 24 023 | 25 316 | n/a ^a |
| Fondos regionales | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Subtotal | 763 829 | 1 133 786 | 1 239 386 | 1 516 652 | |
| Instituciones de desarrollo | 136 316 | 98 587 | 141 999 | 107 778 | |
| Total de América Latina | 900 145 | 1 232 373 | 1 381 385 | 1 624 430 | |
| Otros fondos para el desarrollo | | | | | |
| Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento | 318 025 | 526 598 | 351 964 | 597 238 | n/a ^a |
| Corporación Financiera Internacional | | 104 177 | | 106 761 | n/a ^a |
| Servicio Financiero Internacional para la Inmunización | | 24 406 | | 27 120 | n/a ^a |
| Banco Europeo de Inversiones | 315 002 | ^b | 323 446 | ^b | |
| Fondo fiduciario de bonos de mercados emergentes | 21 600 | 26 902 | 36 951 | 40 870 | 24,39 |
| Fondo de mercados emergentes del Oriente Medio | 19 746 | 15 145 | 15 793 | 16 871 | 3,36 |
| Fondo de inversiones en mercados emergentes | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Total de otros fondos para el desarrollo | 674 373 | 697 228 | 728 154 | 788 860 | |
| Total | 4 822 377 | 5 932 993 | 6 137 017 | 7 343 398 | |

^a n/a indica los casos en que no se tenían esos activos al comienzo o la finalización del período en una región y el encargado del registro principal independiente no disponía de los rendimientos.

^b Las cifras correspondientes a 2012 se incluyen en "instituciones de desarrollo" de Europa, *supra*.

VII. Conclusión

66. La Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas, como todos los demás administradores de fondos, ha atravesado un período de turbulencia debido a la crisis financiera mundial, que en los últimos años se caracterizó por una volatilidad sin precedentes. La Caja está logrando el objetivo de inversiones de largo plazo tanto en relación con el requisito actuarial de un rendimiento real del 3,5% como con el rendimiento relativo respecto de los indicadores normativos de referencia de los últimos diez años. A fin de lograr posibles mejoras del rendimiento de las inversiones y una mayor diversificación, en 2010 la División de Gestión de las Inversiones ha comenzado a hacer inversiones alternativas, principalmente en capital privado. Debido a su mayor potencial de crecimiento, se están examinando cuidadosamente otras oportunidades de diversificación en mercados emergentes y

fronterizos. La utilización de fondos de inversión cotizados es una alternativa eficaz para la aplicación rápida y de bajo costo de la asignación de activos tácticos. El recientemente establecido Equipo de Ejecución de Transacciones (actualmente en proceso de contratación), con el respaldo de mejoras de infraestructura tecnológica, contribuirá a ejecutar mejor las transacciones y reducir sus costos. Además, se ha puesto en práctica el sistema RiskMetrics y los riesgos de la cartera se vigilan de forma amplia y sistemática. Pese a los mercados tambaleantes y sin tendencia en que tal vez deba actuar la Caja en esta etapa de la recuperación económica mundial, con el apoyo del personal adicional y de los instrumentos de inversión incorporados durante el bienio la División podrá salvaguardar la Caja y establecer una base más sólida para el futuro.

69. La Asamblea General tal vez desee tomar nota de este informe y el informe conexo sobre inversiones en mercados emergentes, que se reflejan en el anexo del presente informe.

Anexo

Mercados emergentes: sinopsis del último decenio

1. Las inversiones de la Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas en mercados emergentes se incrementaron considerablemente en el último decenio. El total de activos gestionados en mercados emergentes aumentó de 265 millones de dólares a fines de 2000 a 4.150 millones en 2012, lo que representa aproximadamente un 9% del total de la Caja.

2. Las inversiones en los mercados emergentes se efectúan principalmente por medio de acciones cotizadas. La porción de acciones asciende a 3.750 millones de dólares, de los cuales el 96,4% se ha invertido en los Estados Unidos y el resto en mercados fronterizos por medio de fondos en otros países. Además, la Caja está aumentando gradualmente su participación en otros instrumentos, como 375 millones de dólares en capital privado, unos 110 millones en inversiones inmobiliarias y 71 millones en inversiones de renta fija.

3. A lo largo de los años, la División de Gestión de las Inversiones ha establecido un equipo de inversiones especializado y ha desarrollado un proceso disciplinado para identificar acciones en los mercados emergentes e invertir en estas.

4. Los mercados emergentes son cada vez más complejos y profundos, y se están convirtiendo en un destino importante de las inversiones. La mayoría de las instituciones financieras está dedicando una porción importante de sus recursos humanos y tecnológicos a esta clase de activos.

5. La División de Gestión de las Inversiones cree que en los años siguientes se registrará un gran incremento de las oportunidades para generar un mejor desempeño sobre la base de la comprensión de los aspectos fundamentales de los países, los sectores y las empresas en las distintas economías emergentes.

Cartera actual y diversificación

6. La cartera está invertida directa e indirectamente en más de 40 países, incluidos 10 países africanos. Según las definiciones del Morgan Stanley Capital International Index (MSCI), 21 países son mercados emergentes y 26 mercados fronterizos. Estos últimos representan menos del 4% de la capitalización bursátil.

7. Los grandes mercados como el Brasil, México, China, la India, Sudáfrica y la Federación de Rusia han ofrecido oportunidades de inversión múltiples y diferenciadas, y aún siguen atrayendo la mayor parte de las inversiones en acciones en el extranjero, aunque por motivos de diversificación hay un interés creciente en otras regiones.

8. Los países emergentes tienen grandes mercados internos no explotados y una clase media en rápido crecimiento. Esta demanda interna desaprovechada probablemente será el principal impulsor del crecimiento económico en el futuro. El aumento de los gastos en infraestructura es decisivo para las economías emergentes a medida que sus poblaciones siguen creciendo y urbanizándose.

Desempeño y riesgo

9. Los mercados emergentes constituyen un entorno de inversión de riesgo y rendimiento elevados. En los últimos diez años el rendimiento de la mayoría de estos mercados superó el del MSCI World Index, aun con las correcciones causadas por la crisis económica global.

10. La cartera se ha creado sobre la base del desempeño en condiciones económicas normales, pero en los últimos cinco años (véase el apéndice) el mundo ha tenido que hacer frente a la peor crisis financiera en decenios. Durante ese periodo, la cartera tuvo un rendimiento ligeramente inferior al indicador, pero semejante al de sus homólogos en el sector, manteniendo además un nivel de riesgo razonable.

11. La Caja procura invertir en empresas sólidas de calidad y crecimiento sostenido y mantener las acciones a largo plazo, lo que se traduce en una menor rotación. Muchas veces la buena gestión es esencial para superar la inestabilidad geopolítica o económica temporal.

12. La cuestión de la liquidez se ha convertido en un desafío importante para la Caja. Habida cuenta del rápido aumento de los activos, ha sido difícil invertir en una parte cada vez mayor del índice. También se ha determinado que algunas de las restricciones impuestas por las directrices de la Caja, como la política de no invertir en empresas relacionadas con el tabaco, los impuestos (a pesar de la Convención sobre Prerrogativas e Inmunities de las Naciones Unidas) y las cuestiones relativas a la subcustodia, tuvieron efectos negativos en el desempeño general.

Estrategia

13. Los países emergentes han sido los principales impulsores y beneficiarios de la prosperidad económica del último decenio. Se prevé que seguirán teniendo un crecimiento económico más rápido durante algunos años. En general, la mayoría de las regiones se benefició de la estabilidad política, las reformas institucionales y una mejor gobernanza.

14. Los mercados emergentes han experimentado correcciones, dado que las prolongadas perturbaciones de los mercados desarrollados tuvieron efectos en algunos impulsores del crecimiento fundamentales, incluido el comercio mundial, la inversión extranjera directa y los precios de los productos básicos y la energía. La corrección de los mercados refleja no solo los temores mundiales, sino también la reducción de las estimaciones de ganancias en 2012.

15. No obstante, los órganos rectores de los mercados emergentes están en buena situación para suministrar estímulos fiscales y monetarios a fin de mantener el crecimiento económico, mientras que para 2013 y después siguen contando con impulsores tradicionales, como el aumento del poder adquisitivo de los consumidores. Los países emergentes tienen déficits fiscales reducidos, una buena dinámica de la cuenta corriente, un fuerte saldo de reservas y aspectos demográficos favorables.

16. En cuanto a la valoración, las acciones de los mercados emergentes se comercializan con un descuento del 25% de la relación precio ganancia respecto de los promedios a largo plazo, y con un descuento importante en relación con los

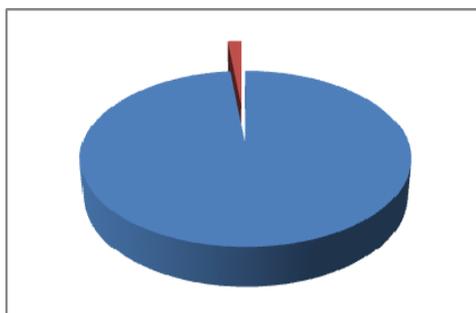
mercados desarrollados. La rentabilidad y los ingresos por concepto de dividendos se encuentran cerca de sus máximos históricos.

17. En el decenio siguiente la proporción de los países emergentes en función del PIB constituirá cerca del 50% de la economía mundial. No obstante, el MSCI Emerging Markets Index, que incluye únicamente la porción de los mercados emergentes en la que se puede invertir, representa solo el 13,5% del MSCI World Index. Se prevé que los mercados emergentes crecerán hasta constituir del 40% al 45% de la capitalización bursátil mundial en 2030.

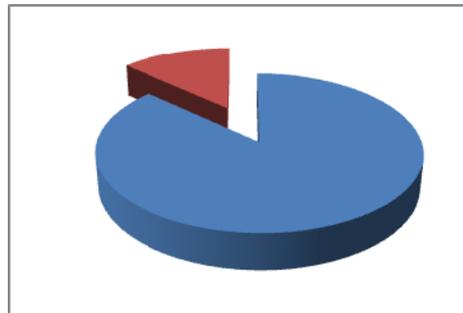
18. La Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas debería aumentar cuidadosamente sus inversiones en los mercados emergentes del mundo, procurando obtener rendimientos superiores sin riesgos indebidos para la Caja. El objetivo ulterior sería alcanzar una proporción del 20% del total de acciones de la cartera de la Caja en los próximos cinco años.

Apéndice

2000: 1,1% de la Caja



2012: 9,1% de la Caja



| (Al 30 de junio de 2012) | Activos gestionados (en miles de millones de dólares EE.UU.) | Tamaño del equipo | Rendimiento de cinco años (finalizados el 30 de junio) | Error de seguimiento | Número de acciones |
|---|--|----------------------|---|-------------------------|-----------------------|
| Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas–EM | 3,8 | 5 | -0,3 | 2,5 | 144 |
| Lazard EM Fund | 15,2 | 58 | 2,1 | 10,0 | 87 |
| Aberdeen Global EM Fund | 13,0 | 33 | 2,3 | 9,1 | 71 |
| Ashmore EMM BGA FUND | 4,3 | 33 | -2,1 | 3,6 | 108 |
| JPMorgan EM-Institutional | 2,3 | 30 | 1,5 | 8,7 | 65 |
| Franklin Templeton EM Institutional | 1,1 | 50 | -1,1 | 8,3 | 65 |

Fuente: Bloomberg PORT, Caja Común de Pensiones del Personal de las Naciones Unidas, Ashmore.

Estadísticas y características de riesgo/rendimiento: 5 años finalizados el 30 de junio de 2012

| | Cartera | Índice | | Cartera | Índice |
|-----------------------------|---------|--------|---|---------|--------|
| Rendimiento | -0,3 | 0,21 | PER | 11,8 | 11,3 |
| Rendimiento en exceso | -0,51 | | PCF | 6,5 | 7,3 |
| Error de seguimiento | 2,52 | | Crecimiento de las EPS en los 5 años | 16,5 | 14 |
| Coefficiente de información | -0,2 | | ROE | 21,2 | 23,7 |

Abreviaturas:

- EM: Mercados emergentes
- EPS: Ganancias por acción
- PCF: Relación precio corriente de efectivo
- PER: Relación precio ganancia
- ROE: Rendimiento del capital