

# Boletín del FMI

## VALORES CONFORME A LA SHARIAH

### Las finanzas islámicas crecen con rapidez

Andy Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills y Amadou Sy  
Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI  
19 de septiembre de 2007



Mezquita en Abu Dabi: Los países del Consejo para la Cooperación en el Golfo son uno de los núcleos de los valores islámicos (Foto: Karim Sahib/AFP)

- La emisión de valores islámicos (*sukuk*) se cuadruplicó a US\$27.000 millones durante 2004–06.
- Los *sukuk* se utilizan para diversificar la base de inversión y profundizar los mercados internos de capital.
- La armonización de las normas y las prácticas harán más asequibles estos instrumentos.

Las instituciones financieras islámicas, rebosantes de liquidez por el actual boom petrolero, crecen con rapidez y buscan invertir su capital excedentario en instrumentos acordes con la ley islámica (*Shariah*). Una serie de artículos y un video destacan las investigaciones del FMI en este ámbito.

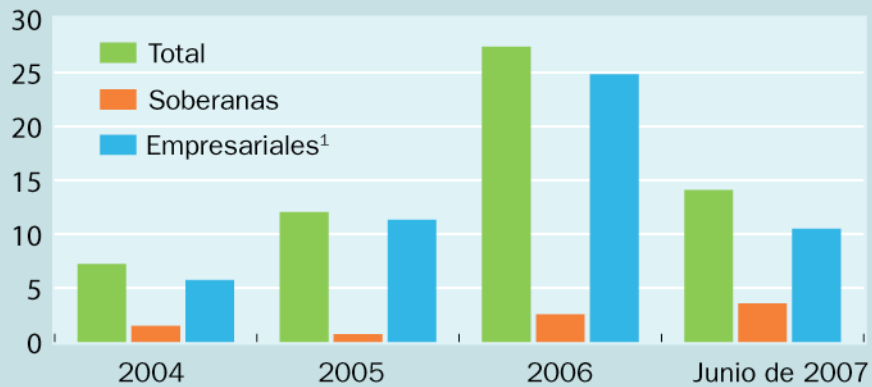
El mercado de instrumentos financieros islámicos está medrando. Rebosantes de liquidez por el actual boom petrolero, las instituciones financieras islámicas buscan invertir su capital excedentario en instrumentos acordes con la ley islámica (*Shariah*). Los *hedge funds* y los inversionistas institucionales convencionales también están recurriendo cada vez más a los valores islámicos para diversificarse y mejorar los rendimientos. La resultante ola de titulizaciones ha cuadruplicado las emisiones de *sukuk* (valores no remunerados basados en principios islámicos), de US\$7.200 millones en 2004 a más de US\$27.000 millones en 2006 (gráfico 1).

Gráfico 1

## El éxito de los *sukuk*

Las emisiones de valores islámicos aumentaron de US\$7.200 millones en 2004 a más de US\$27.000 millones en 2006.

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Islamic Finance Information Service.

¹Comprende empresas privadas y públicas.

## Respeto a los principios

Los *sukuk* son una de las formas más comunes de titulización islámica. Funcionan de manera similar a los valores tradicionales respaldados por activos, pero con una estructura que garantiza el cumplimiento de los principios de las finanzas islámicas, como la prohibición del cobro y pago de intereses y la estipulación de que el ingreso sea el beneficio de un riesgo compartido y no un rendimiento garantizado. Esos principios exigen que los inversionistas sean dueños del activo subyacente por medio de una sociedad instrumental, que financia los pagos a los inversionistas a partir de inversiones directas en actividad económica real y aprobada por la religión.

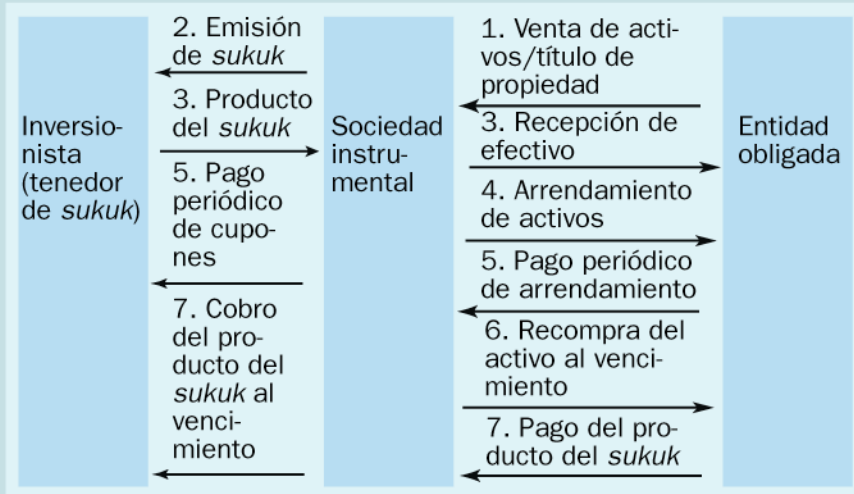
La Organización de Contabilidad y Auditoría de las Instituciones Financieras Islámicas reconoce 14 tipos de *sukuk*, cuya estructura se ajusta a una de las tres formas básicas de finanzas islámicas legítimas (o a una combinación de estas): *murabahah* (préstamos sintéticos/órdenes de compra), *musharakah/mudharabah* (acuerdos de participación en utilidades) e *ijará* (arrendamientos financieros).

El gráfico 2 ilustra una titulización mediante *ijará*, método semejante al arrendamiento financiero (por lo general de equipos o bienes raíces) en que el emisor se vale de una sociedad instrumental que es dueña del activo y que lo arrienda por la duración del proyecto.

Gráfico 2

## Estructura básica de un *sukuk* *ijará*

En un *sukuk* de tipo *ijará*, una sociedad instrumental es dueña del activo y lo arrienda por la duración del proyecto.



Al vencimiento, la entidad obligada compra el activo. La aceptación de estas estructuras de inversión islámica ha contribuido mucho al desarrollo de los mercados de capital locales.

### Los protagonistas

La emisión de *sukuk* se ha concentrado en partes de Asia y en los países del Consejo para la Cooperación en el Golfo (CCG): Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar. Lo que ha facilitado el desarrollo del mercado de los *sukuk* en estas regiones ha sido el fuerte crecimiento de las emisiones soberanas de referencia (hasta 40% en el primer semestre de 2007 con respecto al total de 2006). En función de su valor, las emisiones se originan en proporciones aproximadamente iguales en Asia (sobre todo Malasia y Brunei) y el CCG.

Las emisiones empresariales —públicas y privadas— también han crecido con rapidez, habiéndose duplicado en 2004–05 [de US\$5.700 millones a US\$11.300 millones] y en 2005–06 [de US\$11.300 millones a US\$24.800 millones]. El grueso de las emisiones empresariales de 2004 acordes con la *Shariah* (cerca del 90%) correspondió a Asia (concretamente a Malasia), pero las emisiones en el CCG se han multiplicado y ahora acapan casi la mitad del mercado.

Muchas de las emisiones empresariales —las grandes sobre todo— son cuasisoberanas y se considera que tienen una garantía soberana implícita. Por eso, si bien las emisiones pueden estar vinculadas a un activo subyacente, el interés del inversionista puede obedecer sobre todo al carácter soberano del riesgo. Así también se explican las ingentes y exitosas

colocaciones de los últimos años, entre ellas dos efectuadas en Dubai en 2006 por un monto de US\$3.500 millones. En la actualidad, los cinco emisores principales —entre los que se cuentan el gobierno de Malasia, Nucleus Avenue de Malasia y Nakheel Development de los Emiratos Árabes Unidos— representan más del 40% de las emisiones mundiales de *sukuk*.

Mientras en los mercados islámicos sigan escaseando las titulizaciones convencionales, las emisiones de *sukuk* seguirán siendo el método de financiamiento de preferencia.

La demanda actual quizá sea cíclica —dado al aumento de los ingresos petroleros en el CCG— pero complementa un repunte a largo plazo de la demanda de valores *Shariah* por parte de los inversionistas institucionales islámicos. Y, mientras en los mercados islámicos sigan escaseando las titulizaciones convencionales, las emisiones de *sukuk* seguirán siendo el método de financiamiento de preferencia. Además, los *hedge funds* y las instituciones de inversión tradicional están recurriendo cada vez más a los *sukuk* para diversificarse y mejorar los rendimientos.

Fuera de Asia y el CCG, la demanda de *sukuk* ha sido limitada, pero está en alza. El estado alemán de Sajonia-Anhalt fue el primer emisor soberano de *sukuk* en una jurisdicción no islámica, y en años recientes se han emitido varios *sukuk* empresariales en Estados Unidos y el Reino Unido. Por su parte, el Banco Mundial emitió por primera vez en 2005 un *sukuk* denominado en moneda local por 760 millones de ringgit malasio (US\$200 millones).

### **Margen para crecer**

Las emisiones actuales de *sukuk* siguen siendo una fracción de las emisiones de bonos convencionales o de valores respaldados por activos en los mercados emergentes. Pero un creciente número de países está considerando incursionar en el mercado de *sukuk* para diversificar la base de inversión y profundizar los mercados internos de capital. En este contexto, el FMI está recibiendo cada vez más solicitudes de asistencia técnica como parte de sus mayores labores relacionadas con la gestión del riesgo soberano y el desarrollo de los mercados de capital, y ha asesorado a países acerca de emisiones de *sukuk* como alternativa de los instrumentos más tradicionales. Se espera que la mayor demanda y la normalización de los valores islámicos fomenten más el mercado de *sukuk*. Se prevé que los gobiernos y las empresas emitirán más de US\$30.000 millones en *sukuk* anualmente en los próximos tres años, con lo cual el tamaño del mercado se elevaría a más de US\$150.000 millones.

### **Superar obstáculos**

Como todo mercado dinámico de titulización, el de los *sukuk* tiene un enorme potencial, pero aún hay que resolver varios obstáculos económicos, jurídicos y reglamentarios no relacionados con la *Shariah* ([véase estudio](#), en inglés). Algunos de ellos son la sustitución de ciertas características estructurales de los valores convencionales, como los créditos reforzados, que suelen prohibirse en los contratos islámicos; la incertidumbre jurídica por el

hecho de que la estructura de la transacción debe respetar tanto la ley mercantil como la islámica, sobre todo en los países no islámicos; y las diferencias reglamentarias entre los países.

Los esfuerzos que están realizando los principales reguladores islámicos —la Organización de Contabilidad y Auditoría de las Instituciones Financieras Islámicas, el Mercado Financiero Internacional Islámico y la Junta de Servicios Financieros Islámicos— para armonizar las normas y las prácticas deberían ayudar a superar estas dificultades iniciales.

**Más información:**

<b>Título</b>	<b>Autor</b>	<b>Fecha</b>	<b>Publicación</b>
<a href="#">Introducing Islamic Banks into Coventional Banking Systems</a>	Solé, Juan	1 de julio de 2007	Working Paper No. 07/175
<a href="#">Money and Inflation in the Islamic Republic of Iran</a>	Bonato, Leo	1 de mayo de 2007	Working Paper No. 07/119
<a href="#">The Economics of Islamic Finance and Securitization</a>	Jobst, Andreas	1 de mayo de 2007	Working Paper No. 07/117
<a href="#">Monetary Operations and Government Debt Management Under Islamic Banking</a>	Sundararajan, Vasudevan; Marston, David; Shabsigh, Ghiath	1 de septiembre de 1998	Working Paper No. 98/144
<a href="#">The Design of Instruments for Government Finance in an Islamic Economy</a>	Ul Haque, Nadeem; Mirakhor, Abbas	1 de abril de 1998	Working Paper No. 98/54
<a href="#">Islamic Banking - Issues in Prudential Regulations and Supervision</a>	Errico, Luca; Farahbaksh, Mitra	1 de marzo de 1998	Working Paper No. 98/30
<a href="#">Islamic Banking</a>	Khan, Mohsin S.; Mirakhor, Abbas	18 de septiembre de 1991	Working Paper No. 91/88
<a href="#">Las finanzas islámicas en expansión</a>	Mohammed El Qorchi	Diciembre de 2005	Finanzas & Desarrollo Volumen 42, Número 4
<a href="#">Islamic Financial Systems</a>	Zamir Iqbal	Junio de 1997	Finanzas & Desarrollo Volumen 34, Número 2

Lea los estudios:

<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=20939.0>

Video: Finanzas islámicas

<http://www.imf.org/external/mmedia/view.asp?eventID=874>

Artículo: Banca islámica

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0919A.htm>

Malasia: Centro de capitales islámicos

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/CAR0919A.htm>

Introducción a la banca islámica

<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=20638.0>

Libro: *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice*

<http://www.wiley.com/WileyCDA/WileyTitle/productCd-0470821884.html>

*Finanzas & Desarrollo*: Las finanzas islámicas en expansión

[www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2005/12/pdf/qorchi.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2005/12/pdf/qorchi.pdf)