

LOS FONDOS SOBERANOS  
DE INVERSIÓN COMO  
INSTRUMENTOS PARA  
ECONOMÍAS DE INSERCIÓN  
EXTERNA PRIMARIO-  
EXPORTADORA

Juan Ramírez-Cendrero  
Eszter Wirth

Juan Ramírez-Cendrero  
Eszter Wirth

## **Los fondos soberanos de inversión como instrumentos para economías de inserción externa primario-exportadora**

### **Resumen**

Los Fondos Soberanos de Inversión (FSI) son inversores institucionales en manos de Estados que han experimentado un crecimiento sustancial durante los últimos años. Este artículo presenta los FSI prioritariamente como fondos de estabilización, como fondos de ahorro para la equidad intergeneracional y como instrumentos en el marco de estrategias de desarrollo, sobre todo en países dependientes de las materias primas. Este trabajo se complementará con el análisis de dos FSI (Arabia Saudí y Noruega) y sus desafíos en el contexto actual de turbulencias financieras y caída del precio de las materias primas, así como con unas enseñanzas para economías primario-exportadoras que puedan impulsar el uso de este instrumento económico.

**Palabras Clave:** Fondos soberanos, petróleo, desarrollo, países emergentes.

**Clasificación JEL:** Q32, Q48.

---

## **Sovereign wealth fund as an instrument for primary commodity-producing countries**

### **Abstract**

Sovereign Wealth Funds (SWFs) are institutional investors in the hands of the States that have experienced substantial growth in recent years. This article primarily presents the SWFs as stabilization funds, as savings funds for intergenerational equity and as instruments within the framework of development strategies, especially in commodities dependent countries. This research is complemented with the analysis of two SWF (Saudi Arabia and Norway) and their challenges in the financial turmoil and drop of commodities prices; likewise, with some thoughts for primary exporter economies for encouraging the use of this economic instrument.

**Keywords:** Sovereign Funds, petroleum, development, developing countries.

**JEL Classification:** Q32, Q48.

---

## **Les fonds souverains comme instrument pour les économies d'insertion externe essentiellement exportatrices**

### **Résumé**

Les Fonds Souverains (FS) sont des investisseurs institutionnels émanant d'un État qui ont connu une croissance substantielle au cours des dernières années. Dans cet article, on présente prioritairement les FS comme fonds de stabilisation, comme fonds d'épargne pour l'équité intergénérationnelle et comme instruments dans le cadre des stratégies de développement, particulièrement dans les pays dépendants des matières premières. Pour ce faire, on analyse de deux Fonds Souverains (l'Arabie Saoudite et la Norvège) et les défis qu'ils relèvent dans le contexte actuel de crise financière et de baisse des prix des matières premières. Enfin, on tire les enseignements adéquats pour que les économies essentiellement exportatrices promeuvent l'utilisation de cet instrument économique.

**Mots-clés:** Fonds Souverains, développement, pétrole, pays émergents.

**Nomenclature JEL:** Q32, Q48.

Artículo de Investigación

## LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN COMO INSTRUMENTOS PARA ECONOMÍAS DE INSERCIÓN EXTERNA PRIMARIO-EXPORTADORA

### INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Recepción de artículo: 25 de Junio de 2016  
Concepto de evaluación: 1 de Agosto de 2016  
Aceptación de artículo: 18 de agosto de 2016

Juan Ramírez-Cendrero  
Universidad Complutense de Madrid  
España

Eszter Wirth  
Universidad Complutense de Madrid  
España

### INTRODUCCIÓN

Los fondos soberanos de inversión (FSI) han adquirido una gran importancia en la economía mundial actual. Su proliferación y su implicación en sectores relevantes de la producción mundial, así como su capacidad para vertebrar estrategias de inserción externa no siempre transparentes ha convertido a estos instrumentos en objeto de análisis (incluso preocupación) en los últimos años. Los FSI tienen efectos sobre la jerarquía económica internacional, además de revelarse como potentes instrumentos para países de inserción primario-exportadora (aunque existan también fondos vinculados a otras modalidades de inserción externa). Por ello, en este artículo serán estudiados FSI de países con protagonismo en el comercio internacional de recursos naturales, los hidrocarburos en concreto. El objetivo de este análisis es valorar su protagonismo y alcance para configurar patrones de inserción externa que puedan hacer más robustas sus estrategias de desarrollo. En concreto se estudiarán dos casos con enormes diferencias entre sí: Arabia Saudí y Noruega. Precisamente la gran heterogeneidad entre los dos casos permitirá una mayor perspectiva sobre el alcance y los límites de los FSI. No se trata por tanto de hacer una comparación entre los casos de estudio sino intentar, a partir de ellos, enriquecer la percepción y el conocimiento de los FSI así como su utilidad para alcanzar objetivos de política económica o de desarrollo.

Para ello, tras una primera aproximación a la aparición y el papel de los FSI en la economía mundial, se estudiarán su función en tres aspectos (estabilización, distribución intergeneracional y desarrollo). A continuación se presentarán los casos de estudio para concluir con los resultados del estudio.

<sup>1</sup> Autor para correspondencia. Correo electrónico: jmramire@ucm.es; ewirth@ucm.es

## LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN: APARICIÓN Y PROTAGONISMO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

El término *Sovereign Wealth Fund*, traducido como *Fondo Soberano de Inversión* por el Grupo de Trabajo sobre Fondos de Inversión (GITFSI) del FMI, fue acuñado por Andrew Rozanov (2005), aunque fue popularizado por *Financial Times* cuando usó la palabra por primera vez en mayo de 2007, contribuyendo a la rápida expansión del término a nivel mundial. Muchos organismos internacionales e institutos de investigación expusieron lo que entienden por FSI, pero aún no existe una definición única<sup>1</sup>.

Los FSI se distinguen de otros instrumentos de inversión o inversores institucionales como las reservas de divisas, fondos de pensiones, o empresas de propiedad estatal. Las reservas de divisas sirven para mitigar los efectos de una coyuntura económica desfavorable, acumulando recursos o utilizándolos según el período y las necesidades. Por tanto, deben invertirse en activos altamente líquidos y seguros, de manera que el gobierno tenga acceso a ellos de forma inmediata. En cambio, los países que disponen de FSI cuentan con recursos por encima de los necesarios para estabilizar la economía y poseen una misión explícita de inversión a largo plazo en la mayoría de los casos. Sus carteras incluyen una gran variedad de activos con mayor riesgo y período de maduración en comparación con las reservas radicadas en los bancos centrales.

Los fondos de pensiones públicos cuentan con deuda actual que han de pagar periódicamente a los que hayan aportado a sus arcas y se hayan jubilado, así que también precisan liquidez suficiente. Su

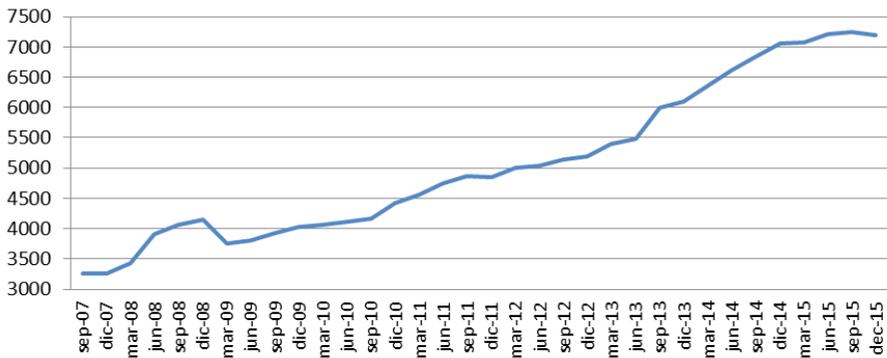
objetivo es maximizar la rentabilidad de lo aportado por los beneficiarios y asegurarles el pago de la pensión cuando se jubilen, es decir, tienen deuda fiduciaria. Sin embargo, los FSI no presentan deuda no gubernamental que haya que amortizar en la actualidad (muchos se fundaron para asegurar las pensiones de generaciones venideras, pero solo comenzarán a pagarlas en el futuro), ni beneficiarios individuales bien definidos, solo abstractos como el gobierno o sus ciudadanos. Además, realizan sus inversiones de acuerdo con los intereses del gobierno propietario. Al no poseer obligaciones de pago presentes, cuentan con un horizonte temporal de inversión más largo y pueden asumir niveles de riesgo más alto.

Finalmente, las empresas estatales realizan actividades en sectores estratégicos de la economía y compran activos en el extranjero, como la saudí Aramco, la rusa Gazprom o la brasileña Petrobras, pero se dedican a una actividad económica clave (extracción y distribución de petróleo, telecomunicaciones, transporte, etc.), y no solamente a invertir en los mercados internacionales de capitales para ganar beneficios. De hecho, estas empresas muchas veces obtienen pérdidas y están subsidiadas por el Estado.

Los FSI generan controversias respecto a sus consecuencias. En concreto los países receptores de FSI miran con recelo estas inversiones por varias razones: i) por su tamaño; ii) por las dudas sobre el carácter de muchos de sus gobiernos; y iii) por la escasez de información respecto a sus operaciones, estrategia inversora, contabilidad y objetivos. Estas características contribuyen a la idea de que los FSI pueden desestabilizar los mercados financieros y que sus operaciones están motivadas por criterios no sólo económicos. Gran parte de la literatura

1 Capapé y Guerrero Blanco (2014) realizaron un análisis muy completo de definiciones dadas por 30 organismos internacionales y economistas entre 2007 y 2012, en base a once criterios.

Figura 1. Activos totales gestionados por FSI en miles de millones de dólares (sept 2007-dic 2015)



Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2015)

sobre FSI no niega los fundamentos de estas inquietudes pero destacan la falta de evidencias empíricas respecto a la desestabilización de los mercados, el espionaje industrial o el ejercicio de presión con fines políticos sobre los gobiernos o empresas receptoras y enfatiza en sus objetivos de estabilización macroeconómica, ahorro y búsqueda de rentabilidad financiera (Kern, 2007; Dresner, 2008; Avendaño y Santiso, 2011, Castelli y Scaciavillani, 2012).

Según Sovereign Wealth Fund Institute existen en la actualidad 76 FSI, cuyos activos totales ascendieron a 7,2 billones de dólares en diciembre de 2015 y destaca su crecimiento espectacular: desde septiembre de 2007 hasta diciembre de 2015 sus activos totales han pasado de poco más de 3 billones de dólares a superar los 7 billones, es decir, han registrado un crecimiento del 133% (Figura 1).

El origen de los ingresos de los que se nutren son diversos pero destacan sobre todo dos fuentes: ingresos por exportación (bien de materias primas, bien de manufacturas) e ingresos procedentes de *holdings* asociados a empresas estatales y/o privatizaciones. Los FSI cuyos fondos proceden de la

exportación de materias primas se pueden dividir en dos subgrupos: los vinculados a los hidrocarburos, vinculados a otros recursos sin procesar como metales o piedras preciosas. Los activos gestionados por FSI hidrocarburiíferos representan el 56% del total, los que están en manos de fondos basados en otras materias primas no llegan al 1%, y los activos pertenecientes a fondos no relacionados con la exportación de recursos naturales el 43% del total (Sovereign Wealth Fund Institute, 2015). En este artículo nos centraremos en los FSI que acumulan recursos procedentes de la exportación de materias primas escasas, fundamentalmente los hidrocarburiíferos..

#### LOS FSI COMO FONDOS DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA, DE DISTRIBUCIÓN INTERGENERACIONAL Y COMO INSTRUMENTOS DE DESARROLLO.

En países especializados en la explotación y exportación de recursos naturales agotables, como los hidrocarburos, aparecen dos retos específicos en el manejo de la política económica. Primero, la *volatilidad de los precios a corto plazo*, lo que puede generar incertidumbre sobre los ingresos públicos (en caso de alta dependencia de los mismos de las

exportaciones del recurso natural) o también tensiones asociadas al tipo de cambio con erosión de la competitividad propias de la enfermedad holandesa<sup>2</sup> (EH).

Segundo, la *agotabilidad de los recursos a largo plazo* puede implicar que la explotación de los yacimientos y la percepción de (declinantes) ingresos naturales por el gobierno reduzcan la riqueza natural neta (RNN). Este hecho sugiere que parte de la riqueza deba guardarse, ya sea por motivos de sostenibilidad fiscal o de equidad intergeneracional. No obstante, es difícil definir una política fiscal a largo plazo que tenga en cuenta la equidad intergeneracional, dadas las incertidumbres sobre la RNN (imposibilidad de prever los precios futuros, los costes de extracción o las reservas probadas).

Precisamente para atajar estos problemas, es recomendable usar una política fiscal contracíclica y acumular los ingresos de la exportación de estos recursos en fondos gubernamentales para usarlos en momentos recesivos, suavizando los ciclos, además de preservar la riqueza asociada al recurso natural. La acumulación de ingresos procedentes de materias primas en FSI puede contribuir a ello. En efecto, muchos FSI nacieron como *fondos de estabilización* destinados a compensar la alta fluctuación de los precios de las materias primas y los ingresos provenientes de su explotación en países dependientes de recursos naturales (Balding, 2012). Los fondos de estabilización tienen por objeto reducir el impacto de la volatilidad del precio de los recursos exportados sobre las cuentas públicas y suavizar los ciclos económicos. De esta forma, cuando el precio de mercado de la materia prima supera al precio estimado a largo plazo, se ahorran los ingresos extraordinarios y, en caso contrario, se destinan los montos acumulados al gasto público para mitigar

la crisis.

Por otra parte, existen *fondos de ahorro* que persiguen crear una reserva de riqueza a largo plazo, invirtiendo las rentas naturales en activos financieros o, físicos, pensando en las generaciones futuras (según la regla de Hartwick, 1977). Para ello, ha de tenerse en cuenta que mientras dure la explotación de recursos no renovables, se generará un flujo de ingresos por producción cada año y rendimientos, en forma de intereses o dividendos, provenientes de ingresos pasados acumulados. Pero en el momento en que los recursos se acaben, únicamente se obtendrán rendimientos del stock de ingresos acumulados.

Hay también *fondos de inversión y desarrollo* que son creados para impulsar empresas vinculadas al gobierno y *joint-ventures* locales con vistas a fomentar el desarrollo económico (sobre todo mediante la construcción de infraestructuras y provisión de servicios sociales), proporcionar financiación a empresas domésticas y gestionar los bienes públicos en empresas estatales (Santiso, 2008). Este tipo de estrategias buscan superar especializaciones productivas demasiado dependientes de los recursos naturales en aras de una mayor diversificación sectorial y del impulso de actividades de mayor complejidad tecnológica y valor agregado.

Sin embargo, la existencia de uno o varios FSI no garantiza alcanzar una política económica que pueda garantizar los objetivos perseguidos, sino que además se requiere un nexo explícito entre el fondo y las finanzas públicas mediante una serie de criterios que regulen la acumulación de ingresos en el FSI así como su uso. Aunque existen propuestas sobre criterios de acumulación de activos (Alsweillem et al., 2015), queremos destacar las que se refieren a los gastos.

<sup>2</sup> Corden y Neary (1982) y Mulder (2006).

En este caso, respecto a las *reglas de gasto*, existen varias alternativas, en función de las características de cada economía:

- **Modelo de renta permanente**, Este modelo se basa en la distribución gradual de la RNN que permita que cada generación obtenga el mismo beneficio de ella, de modo que  $G=rRNN$  ( $G$ ,gasto público;  $r$ , fracción de la RNN que se destina cada año a la población), siendo  $G$  constante a lo largo del tiempo. Desde el descubrimiento hasta el comienzo de la explotación el gobierno no obtiene todavía ingresos naturales pero aumenta su gasto de acuerdo al criterio de destinar una fracción de la RNN, por lo que se endeudaría. Pero en cuanto empiece la extracción, creando ingresos, la deuda se reducirá hasta la creación de un fondo de ahorro capaz de generar rentabilidad suficiente para financiar el gasto público constante, una vez acabados los yacimientos. Este enfoque es útil para países capaces de financiarse en el mercado de capitales y cuya RNN se pueda estimar.
- El modelo “**pájaro en mano**”, descrito por Bjerkholt y Nicolescu (2004), tiene en cuenta las dificultades para calcular la RNN. Según esta visión, sólo se tiene en cuenta la RNN acumulada hasta el momento y sus rendimientos futuros esperados, como si no existieran reservas adicionales, por lo que es un enfoque mucho más conservador. De acuerdo con esta visión, se acumulan todos los ingresos naturales en un fondo de ahorro invertido en el exterior para la esterilización y el gobierno sólo consume anualmente los intereses generados por éste. De esta forma es posible incrementar el gasto público a lo largo del tiempo hasta alcanzar su nivel máximo cuando finalice la extracción y que permanecerá constante. En ningún momento se acude al endeudamiento y desde el comienzo de la extracción se acumulan recursos en el FSI. Como esta estrategia favorece a las generaciones futuras, es recomendado para países que se enfrentan al envejecimiento poblacional y con una posición fiscal neta positiva.
- Como se puede deducir, ninguno de los modelos anteriores son recomendables para economías periféricas con dificultades para acceder a financiación internacional escasez de capital productivo o población relativamente joven. En estos casos Collier, van der Ploeg y Venables (2009) proponen una trayectoria de gasto de rentas naturales alternativo. En el momento del descubrimiento, el gasto de rentas naturales crecería para aliviar la pobreza aunque no tanto como en el primer modelo, pues se sugiere incrementar la inversión nacional de mayor rendimiento potencial o la amortización de la deuda externa. A medida que se pone en marcha la explotación, el uso de la renta se incrementa para proseguir con programas contra la pobreza y formación de capital local, pero comienza a menguar más tarde, ya que se espera que la economía alcance un nivel de capacidad productiva suficiente para garantizar un crecimiento económico independiente del recurso natural del que se beneficiarían las generaciones futuras. Por otra parte, aunque la creación de un fondo de ahorro no sea un fin en sí mismo, se sugiere ahorrar ingresos petroleros e invertirlos en el exterior para obtener un colchón con el que enfrentarse a la volatilidad de precios. En resumen, se trataría de un fondo de inversión y desarrollo. Países como Abu Dabi (Mubadala), Kuwait (General

Reserve Fund) y Arabia Saudí (Public Investment Fund) disponen de este tipo de fondos, destinados a promover las industrias locales. Se trata de fondos que invierten en sus respectivos países y poseen menos recursos que sus FSI que sí invierten en el extranjero.

En todo caso, la existencia de reglas fiscales como las propuestas por estos tres modelos tampoco garantiza alcanzar los objetivos señalados (estabilización, equidad intergeneracional o desarrollo productivo). A continuación vemos la dependencia de Arabia Saudí y Noruega de los hidrocarburos y cómo han diseñado sus FSI para mitigar la volatilidad de los precios y la agotabilidad de sus materias primas.

## DOS EXPERIENCIAS: ARABIA SAUDÍ Y NORUEGA

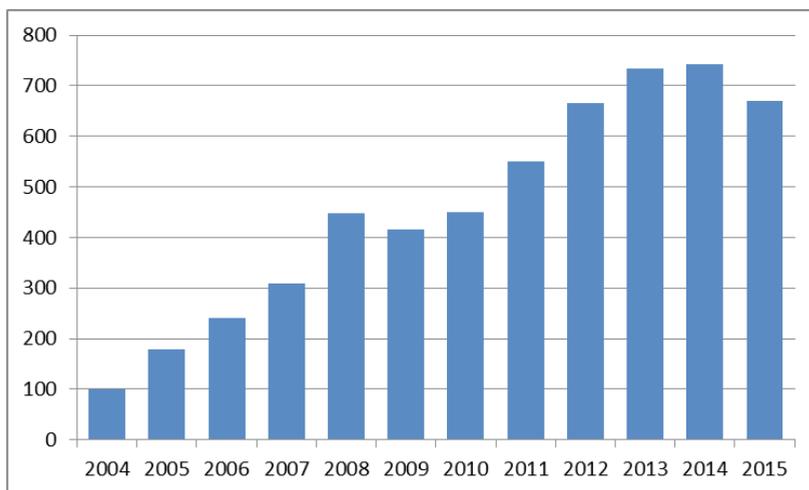
### 4.1. Arabia Saudí

Arabia Saudí era el primer productor mundial de petróleo crudo junto a EE.

UU. en 2013 (US Energy Administration, 2015). El descubrimiento del primer pozo petrolífero tuvo lugar en 1938 y comenzó a exportar esta materia prima en 1948. Esta actividad originó un giro en la fuente de ingresos de la corona saudí, que antes había dependido de los gastos efectuados por los peregrinos que se dirigían a La Meca, y le permitió consolidar su control sobre un reino recientemente creado. El país permaneció relativamente pobre hasta los años 70, cuando los ingresos petroleros se dispararon coincidiendo con la crisis petrolera. Al no haber existido manufacturas antes del descubrimiento del petróleo, no se puede hablar de desindustrialización, ni de EH. Al contrario, fue más bien esta materia prima la que permitió al país desarrollar cierta industria petroquímica e infraestructuras mediante la integración vertical y horizontal (Hilaire y Doucet, 2004; Rodríguez, 2006).

El sector petrolero representó en torno al 45-50% del PIB en los últimos cinco años y el 85-90% de las exportaciones

Figura 2. valor de los activos gestionados por SAMA Foreign Holdings, en miles de millones de dólares (2004-2015)



Fuente: Saudi Arabia Monetary Authority (2016)

del reino desde los años 90 (ver anexo). Además, el gobierno –propietario de la empresa petrolera estatal ARAMCO y de otras grandes corporaciones locales – obtuvo aproximadamente el 85-90% de sus ingresos gracias a las actividades petroleras. Por tanto, los indicadores de dependencia petrolera son mucho más altos que en Noruega e incluso que en otros países del CCEAG y su sector público es el más dependiente de los ingresos procedentes de la producción y exportación petrolera (Aissaoui, 2013; Köner y Masetti, 2015). Según Hvidt (2013), Arabia Saudí posee la tradición de planificación económica más arraigada entre los países CCEAG y desde 1970 ha propuesto diez planes quinquenales de desarrollo, orientados a la diversificación económica del país. No obstante estos planes han fracasado –excepto el cuarto – en reducir la dependencia del país de las rentas petroleras y en generar un sector manufacturero capaz de competir con las importaciones (Albassam, 2015).

La *Saudi Arabia Monetary Authority* (SAMA) es el banco central de Arabia Saudí, institución fundada en 1952 para gestionar la entrada masiva de petrodólares en la economía. A parte de ejercer las funciones típicas de un banco central también administra un FSI llamado *SAMA Foreign Holdings* (SAMA FH), que es el cuarto FSI más grande del mundo y contó con un valor aproximado de 670000 millones de dólares en diciembre de 2015 (figura 3). El objetivo de SAMA es proteger la economía nacional frente a la volatilidad de los precios del crudo mediante la gestión prudente de las reservas de divisas del reino, así como administrar la riqueza soberana extraordinaria del país mediante la generación de rentabilidad financiera alta.

Los ingresos de SAMA FH proceden de la exportación de hidrocarburos, pero el

gobierno primero destina esos ingresos al gasto público y SAMA solo recibe el dinero sobrante al final del ejercicio fiscal, después de que las autoridades hayan cubierto sus gastos. No existe una regla fiscal que defina el techo de los ingresos petroleros que se puedan transferir a los presupuestos generales, ni que asegure una transferencia mínima al FSI para acumular riqueza, a contrario de lo que sucede en Noruega, Chile e incluso Kuwait. Consecuentemente, el gobierno de Arabia Saudí puede gastar discrecionalmente; desde el año 2000 el gasto público ha aumentado a un ritmo mucho más rápido que en los años noventa, tanto durante los años en los que el precio del barril estuvo creciendo como cuando cayó (Banco Mundial, 2015, FMI, 2015). Adicionalmente, desde el año 2000 el gasto público superó al presupuestado en un 20-30% (Telegraph, 2015).

SAMA FH siempre ha presentado un perfil inversor conservador, sobre todo si se compara con los FSI de otros países del CCEAG, puesto que en torno al 80% de sus inversiones son bonos gubernamentales de bajo rendimiento, denominados principalmente en dólares, y solo un 20% en renta variable, mientras que los FSI Catar, Abu Dabi y Kuwait dan un mayor peso a la propiedad inmobiliaria, *hedge funds* y al capital riesgo (Setser y Ziemba, 2009). No obstante, SAMA es uno de los FSI menos transparentes (obtiene una nota de 4 en el índice de Linaburg-Maduell), por lo que no se puede saber a ciencia cierta en qué invierte exactamente. SAMA publica anualmente un informe macroeconómico sobre la economía saudí que incluye una gran cantidad de estadísticas pero no revela nada sobre el proceso de selección de las inversiones de su FSI, ni la gobernanza interna. Además, sus decisiones están en manos del Ministerio de Finanzas, es decir, del gobierno (Alsweilem et al. 2015).

En el contexto actual de bajos precios petroleros –causados en parte por la propia Arabia Saudí para mantener su cuota de mercado frente a los productores fuera de la OPEP- el país registró un déficit fiscal del 15% del PIB en 2015 y presiones sobre su moneda. En vez de recortar gastos o implementar una reforma fiscal, recurrió a la emisión de deuda y a la venta de activos extranjeros, sustrayendo unos 70000 millones de dólares de su FSI durante 2015 para apoyar a su maltrecha economía y estabilizar el tipo de cambio del riyal (Financial Times, 2015, Bloomberg, 2015a). Para 2016 se prevé que se realicen reformas más profundas, como privatizar parcialmente varios sectores, revisar los subsidios al consumo energético, introducir el IVA, impuestos especiales e impuestos sobre tierras ociosas (The Economist, 2015). Alsweillem (2015) propone introducir una regla fiscal clara que separe el gasto público y los impuestos petroleros volátiles, y crear dos FSI con funciones diferentes: un fondo de estabilización que mantenga la estructura de SAMA FH y un fondo de ahorro que garantice la distribución intergeneracional de la riqueza petrolera, como el fondo noruego.

## 4.2. Noruega

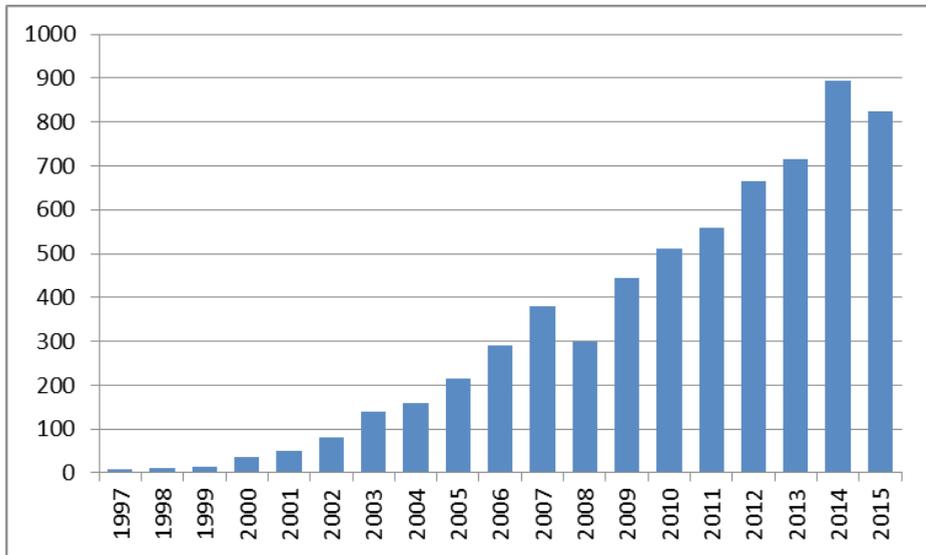
Noruega es el país con las reservas más grandes de petróleo y gas natural en Europa, era el tercer mayor exportador de gas a nivel mundial después de Rusia y Catar en 2013 (US Energy Administration, 2015). La producción petrolera comenzó en 1971 con tasas de extracción moderadas pero el efecto de la crisis petrolera hizo aumentar su valor. La extracción alcanzó su cénit entre 2001-2002 y desde 2003 la producción de petróleo ha caído pero se vio compensada en parte por la de gas natural, que ya supera a la del petróleo.

En cuanto al peso del sector petrolero, los indicadores muestran que es mucho menor que en Arabia Saudí: en los últimos cinco años representó un 10-15% del PIB, un 55-60% de las exportaciones y un 25-30% de los ingresos públicos (ver anexo). Ello se debe a que cuenta con una economía mucho más diversificada y un sistema fiscal recaudatorio con numerosas figuras impositivas y tipos altos. Desde los inicios de la era petrolera las autoridades se preocuparon del efecto que podría tener la extracción de esta materia prima sobre el resto de la economía y la competitividad internacional. Al igual que en Arabia Saudí, el sector petrolero ha contribuido al desarrollo de otras actividades a través de los efectos de arrastre hacia delante y hacia atrás (Heum, 2008; Ryggvik, 2013), de modo que Noruega posee hoy un sector puntero en cuanto a las soluciones de prospección y producción petrolera bajo mar a nivel mundial. Según Larsen (2004), Holden (2013), Ramírez-Cendrero y Wirth (2016) la experiencia noruega constituye un éxito frente a la maldición de los recursos naturales.

Noruega cuenta con el FSI más grande, el GPF, que acumuló aproximadamente 825.000 millones de dólares a diciembre de 2015 (figura 4) y es uno de los fondos más diversificados y transparentes. Sin embargo, las autoridades tardaron 20 años en establecer este fondo tras varios episodios de turbulencias económicas originadas por la volatilidad de los precios del petróleo en los 80 (Thøgersen, 1994). Fue creado en 1990, aunque no recibió su primera transferencia hasta 1996.

Para contrarrestar los efectos procíclicos de la política fiscal, el Ministerio de Finanzas empezó a trabajar en la fijación de principios para el gasto de rentas hidrocarburíferas. El resultado fue la llamada “regla fiscal del 4%”. Esta regla fija

Figura 3. valor de los activos gestionados por GPFG, en miles de millones de dólares (1997-2015)



Fuente: Ministerio de Finanzas de Noruega (2016)

la cantidad máxima de ingresos fiscales petroleros que se puede transferir del Fondo al presupuesto central para cubrir el DFNP, de modo que provoque un efecto neutral para la actividad económica. Según la regla, solo el rendimiento real esperado del fondo, estimado en un 4% anual, puede ser transferido al presupuesto. No obstante, la regla admite cierta flexibilidad pues se aplica al DFNP ajustado al ciclo, no al realmente existente. En caso de que dicho déficit supere el 4% del valor del GPFG por causa de una coyuntura desfavorable, se permite transferir una cantidad superior a la rentabilidad real del Fondo. El resto permanece en el GPFG y se invierte en su totalidad en el extranjero.

Las autoridades sí respetaron la regla fiscal en la mayoría de los años: el DFNP sólo rebasó el 4% del valor del Fondo en los años 2002-2005, inmediatamente posteriores a la introducción de la regla fiscal, por lo que se han canalizado más recursos para cubrir el déficit estatal que lo estipulado por la re-

gla. Pero desde 2005 ha sido menor que el 4% del valor del Fondo, especialmente en la fase de auge de precios internacionales del crudo entre 2006-2008 y en los últimos cinco años, así que los datos indican que la política fiscal noruega no incrementó los DFNP en los años de auge exportador. En diciembre de 2016 el 61,2% de sus recursos se encontraban invertidos en renta variable, un 35,7% en renta fija y un 3,1% en activos inmobiliarios de un amplio abanico de países extranjeros (NBIM, 2016). Al invertir todos los recursos del Fondo en activos denominados en moneda extranjera, se produce un efecto de esterilización, descartando inversiones nacionales para evitar la apreciación nominal.

Sin embargo, la regla fiscal no está exenta de críticas, principalmente por su gran sensibilidad a los incrementos del valor del GPFG, por altos precios petroleros o por ganancias de sus inversiones. Cuando se diseñó la regla fiscal en el año 2001 los precios del crudo apenas rondaban los

30 dólares/barril y no se esperaba que alcanzara un crecimiento tan acusado. Consecuentemente, aunque las autoridades cumplieren la regla en los últimos 10 años, el DFNP sufrió incrementos sustanciales, debido a que equivale al 4% del valor del GPFG. Bjørnland (2012) expresa que el DFNP creció incluso después de que la crisis financiera acabase en 2011 y no se realizaron recortes del gasto fiscal en los años de la recuperación. En junio de 2015 la Comisión de la Regla Fiscal presentó un informe (Parlamento de Noruega, 2015) sobre los retos futuros de la política fiscal noruega ante la caída de los precios del crudo, las turbulencias en los mercados financieros y el incremento de la población jubilada. Sugirió mantener la lógica de la regla del 4% a largo plazo pero introduciendo unas reglas complementarias a corto y medio plazo, consistentes en: i) limitar las transferencias del GPFG al gasto público durante un tiempo, por ejemplo solo al 3% del valor de este, que también es lo recomendado por el gobernador del Banco Central (Olsen, 2015); ii) introducir una regla que limite el gasto público en términos del PIB continental<sup>3</sup> en coyunturas económicas normales. Además, se señala que la rentabilidad neta real anual del Fondo estaba debajo del 4% previsto<sup>4</sup>, y se recomienda rebajar la regla fiscal también por razones de prudencia ante unos mercados de renta fija con tipos de interés bajísimos e inestabilidad en los de renta variable. En definitiva, a pesar del buen funcionamiento de esta regla, su revisión es permanente como modo de evitar el anquilosamiento de las políticas de administración de los recursos petroleros.

Tras haber analizado dos casos de diferente naturaleza de FSI, vamos a identificar las enseñanzas que, a partir de los mismos,

<sup>3</sup> PIB que no tiene en cuenta las actividades *offshore*.

<sup>4</sup> Desde enero de 1998 hasta diciembre de 2016 era de un 3,7%. NBIM (2016).

pueden ser extraídas para economías de inserción primario-exportadora.

## CONCLUSIONES

A lo largo de este estudio se ha puesto de manifiesto la creciente importancia de los FSI en la economía mundial así como las dudas, temores o expectativas respecto a sus implicaciones. A partir de los estudios de caso vistos, pueden ser aportadas tres implicaciones para las políticas de economías con inserción primario-exportadora.

Uno. La volatilidad de los precios así como las fluctuaciones de ingresos (en gran medida, aunque no sólo, asociadas a ella) hacen aconsejables estrategias de modulación en el manejo de los mismos. Esas estrategias pueden incluir diferentes instrumentos aunque creemos que la fijación de un límite (aun flexible) de uso anual puede ser claramente recomendable para robustecer las finanzas públicas y atenuar los efectos de las fluctuaciones de precios. No obstante, es necesario, para el máximo rendimiento de este instrumento, el rigor de su uso evitando los vaivenes en los límites o el rebasamiento de los mismos como norma más que como excepción. La evidencia tanto de Noruega es elocuente en este aspecto.

Dos. Aunque teóricamente el fomento de la diversificación de la estructura sectorial, en el marco de estrategias de desarrollo productivo, ha sido un objetivo prioritario, la mera existencia de FSI no garantiza avances en este aspecto. Creemos por tanto que habría que utilizar más instrumentos que actuaran de modo convergente con los FSI lo que evidencia que sus limitaciones en este plano. Los casos en los que se ha avanzado en la diversificación no evidencian responsabilidad del FSI es ese logro sino que es anterior o se produce de modo independiente a la configuración

del FSI. En todo caso, creemos también que hay margen aún para actuar ya que la prioridad de los FSI no ha sido la dimensión productiva sino que éstos se han centrado en los otros aspectos.

Tres. A partir de los casos estudiados, los FSI no han mostrado incidencia en los patrones de la inserción comercial ni, por tanto, han podido contribuir a la superación de la especialización primario-exportadora. Esta constatación es consecuencia del punto dos: si los FSI no son gestionados inscritos en una estrategia de diversificación sectorial y desarrollo productivo, no puede esperarse que a su vez actúen como resortes para la superación de una secular modalidad de inserción externa, expresión a su vez de una determinada especialización productiva cuya superación instrumentos más audaces que FSI, por más que éstos, sí puedan contribuir a un más sensato modo de utilización de la renta de los recursos naturales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aissaoui A (2013). Saudi Arabia's Economic Diversification: Progress in the Context of the GCC and Challenges. *Economic Comment 6(8)*, Special edición.
- Alsweilem, K A (2015). A Stable and Efficient Fiscal Framework for Saudi Arabia. Harvard: Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School.
- Alsweilem KA, Cummine A, Rietveld M, Tweedie K (2015). Sovereign Investor Models: Institutions and Policies for Managing Sovereign Wealth. Harvard: Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School.
- Avenidaño R, Santiso, J (2011). Are Sovereign Wealth Funds Politically Biased? A Comparison with other Institutional Investors. En Boubakri N, Cosset J C (eds). *Institutional Investors in Global Capital Markets*. Howard House: Emerald Group Publishing, pp 313-353.
- Balding C (2012). *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics*. Oxford: Oxford University Press.
- Bjerkholt O, Nicolescu I (2004). Fiscal Rules for Economies with Non-Renewable Resources: Norway and Venezuela. En Kopits, G (ed). *Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets: Background, Analysis and Prospects*. Nueva York: Palgrave Macmillan, pp 164-179.
- Bjørnland HC (2012). *Utfordringer i penge- og finanspolitikken for en liten åpen råvareproduserende økonomi til Spekter og Norsk Industri*. Oslo: BI Norwegian Business School.
- Capapé J, Guerrero T (2013). *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds*. Medford (MA): The Fletcher School- Tufts University.
- Castelli M, Scacciavillani F (2012). *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. Nueva York: Wiley Finance.
- Collier P, van der Ploeg F, Venables A (2009). *Managing Resource Revenues in Developing Economies*. IMF Staff Papers, No. 57: 84-118.
- Das DK (2009). Sovereign Wealth Funds: the Institutional Dimension. *International Review of Economics*, 56, No. 1: 85-104.
- Drezner D (2008). Sovereign Wealth Funds and the (In)Security of Global Finance. *Journal of International Affairs*, 62(1): 115-130.
- Financial Times (2015): Sovereign Wealth Funds Withdraw \$19 Bn from Asset Managers. 6/12/2015.
- GITFSI (2008). *Principios de Santiago*. Washington.
- Hartwick JM (1977). Intergenerational equity and investing rents from exhaustible resources. *American Economic Review*, 66: 972-974.
- Heum P (2008). *Local Content Development- Experiences from Oil and Gas Activities in Norway*. SNF Working Paper No. 02/08. Bergen.
- Hilaire N, Doucet J (2004). *Dutch Disease, Oil and Developing Countries*. Unpublished Manuscript, University of Alberta.

- Holden S (2013). Avoiding the resource curse- The Norwegian Case. *Energy Policy*, 63: 870-876.
- Hvidt, M. (2013) *Economic Diversification in GCC Countries: Past Record and Future Trends*, Londres: London School of Economics.
- Kern S (2007). *Sovereign Wealth Funds-State Investment on the Rise*. Berlín: Deutsche Bank Research.
- Körner K, Masetti O (2015). *GCC in Times of Cheap Oil: An Opportunity for Economic Reform and Diversification*. Berlín: Deutsche Bank Research.
- Larsen ER (2004). *Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? Why Norway Caught Up With and Forged ahead of its Neighbours*. Oslo: Statistics Norway.
- NBIM (2016): *Government Pension Fund Global. Annual Report 2015*. Oslo.
- Olsen Ø (2014). *Economic Perspectives. Discurso del Gobernador de Norges Bank, Oystein Olsen, al Consejo Supervisor de Norges Bank y a los invitados el 13/02/2014*, Norges Bank, Oslo.
- Parlamento de Noruega (2015). *Fiscal Policy in an Oil Economy. Official Norwegian Reports NOU 2015:9, Chapter 1*, Oslo.
- Ramírez-Cendrero JM, Wirth E (2016): *Is the Norwegian model exportable to combat Dutch disease? Resources Policy*, 48: 85-96.
- Rodríguez, C.M. (2006) *Dutch Disease in Saudi Arabia? Master's Thesis*, Lund University.
- Ryggvik H (2013). *Building a skilled national offshore oil industry. The Norwegian experience*. Oslo: The Confederation of Norwegian Enterprise (NHO).
- Santiso J (2008). *Sovereign Development Funds*. París: OECD Policy Insight.
- Setser, B. and Ziemba, R. (2009) *GCC Sovereign Funds*. Nueva York: Center for Geoeconomic Studies, WP 1/2009, Council on Foreign Relations.
- Telegraph (2015). *Oil Price Rout Will Bring End to Era of Saudi Arabian Largesse*, Warnings Bank of America. 29/12/2015.
- Thøgersen. Ø. (1994) *Economic Policy, Macroeconomic Performance and the Norwegian Petroleum Wealth. A Survey*. Bergen: NHH Discussion Paper 21/1994, NHH Norwegian School of Economics.
- The Economist (2016b). *The Saudi Blueprint*. 9/01/2016.
- 
- Ramírez-Cendrero, J., & Wirth, E. (2016). Los fondos soberanos de inversión como instrumentos para economías de inserción externa primario-exportadora. *Panorama Económico*, 24, 127-142.

## AUTORES

Juan Ramírez-Cendrero

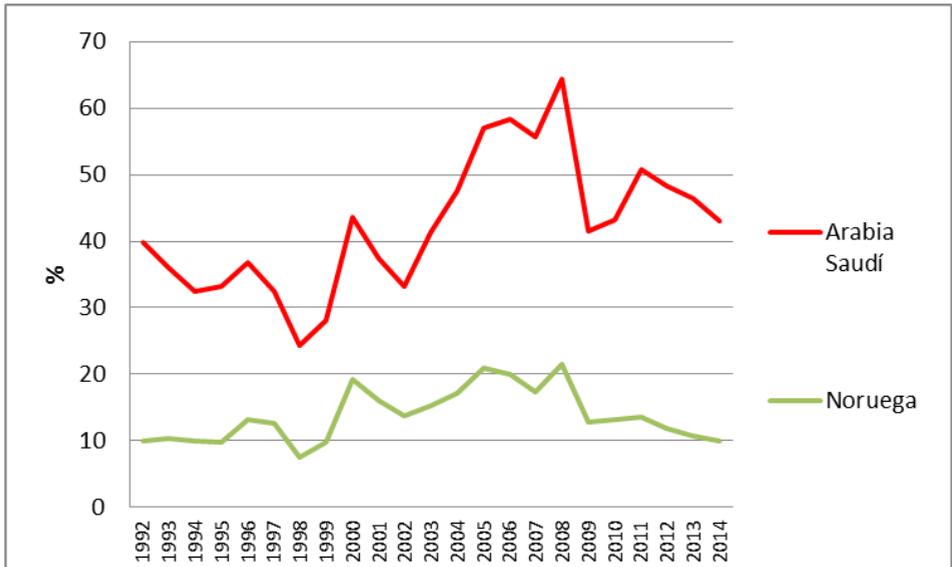
Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (1990) y doctor en Economía Internacional y Desarrollo (1994) por la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente es director del Máster Universitario en Economía Internacional y Desarrollo de la UCM. En los últimos años ha publicado trabajos sobre las experiencias desarrollistas en América Latina y otros temas relacionados con hidrocarburos y fuentes renovables de energía, así como política pública alrededor de estos ítems.

Eszter Wirth

Doctora en Economía Internacional y Desarrollo por la Universidad Complutense de Madrid (España). Licenciada en Economía (con Premio Extraordinario de Licenciatura) y Máster en Economía Internacional y Desarrollo por la Universidad Complutense de Madrid (España). Actualmente es investigadora en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense de Madrid (España). Adicionalmente, ha trabajado para la Organización de las Naciones Unidas y la Comisión Europea. Sus líneas de investigación incluyen los fondos soberanos de inversión, las economías de los países petroleros y las políticas macroeconómicas de los países nórdicos.

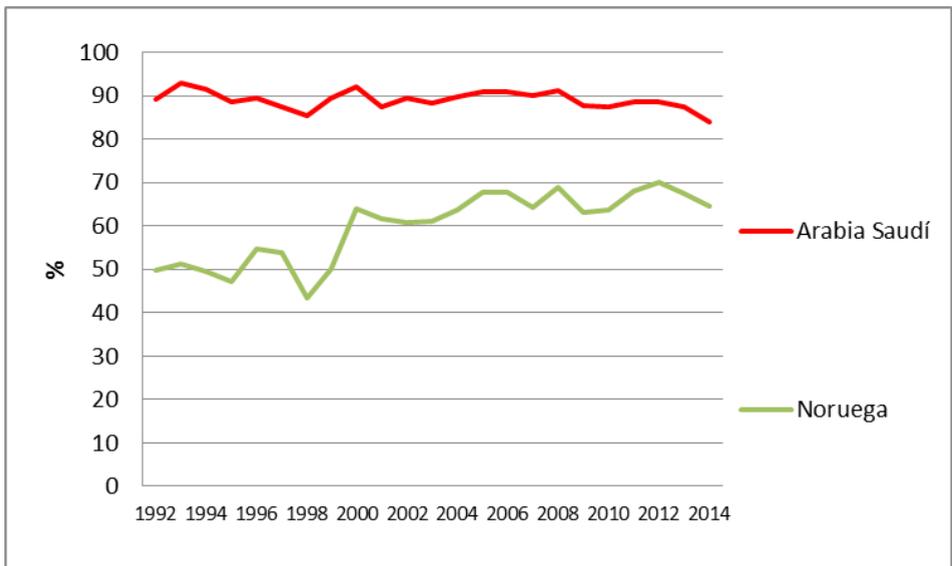
ANEXO

Figura 1. Rentas procedentes de la producción de materias primas/ PIB (1992-2014)



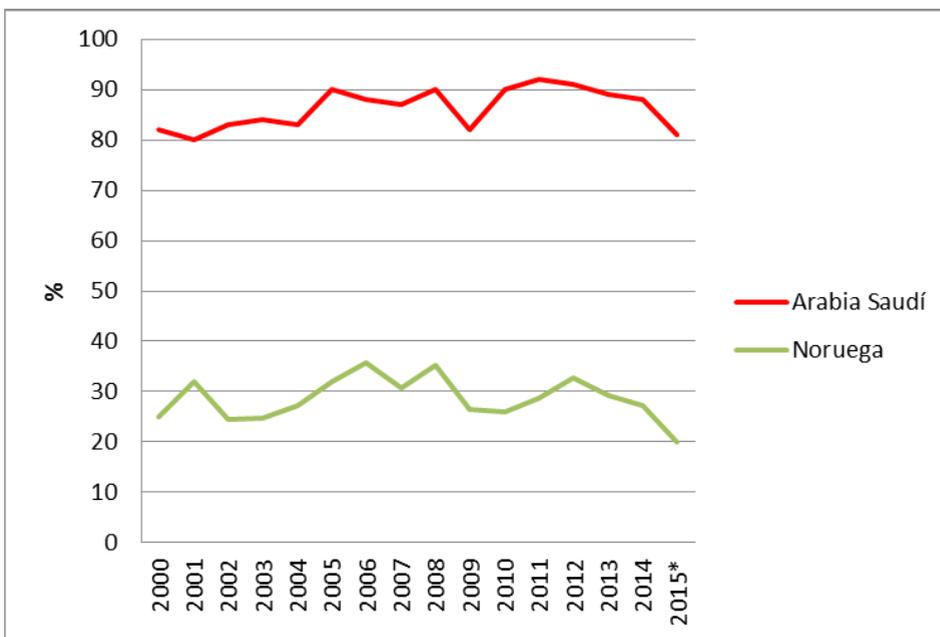
Fuente: Banco Mundial y FMI

Figura 2. Exportaciones de hidrocarburos/Exportaciones totales (1992-2014)



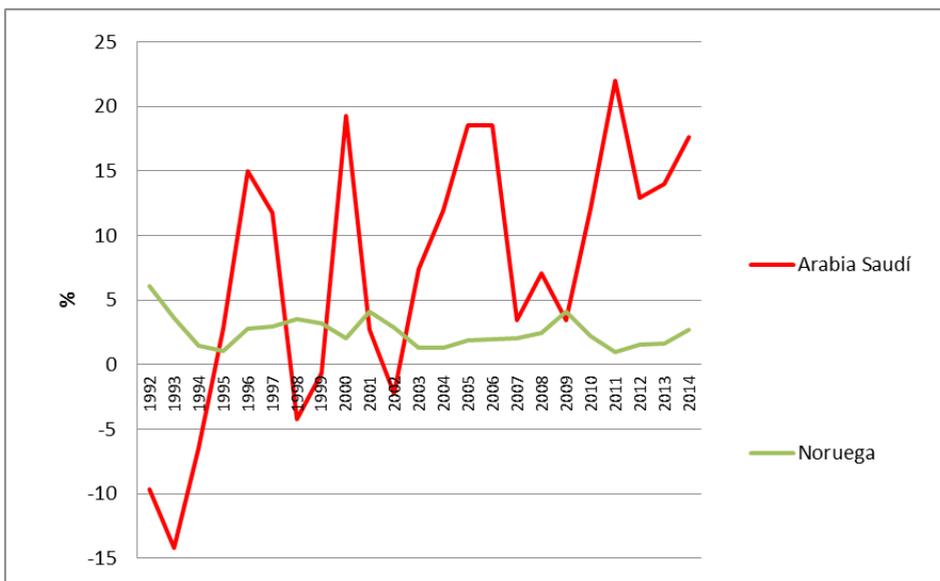
Fuente: Banco Mundial y FMI

Figura 3. Ingresos fiscales petroleros/Ingresos fiscales totales (2000-2015\*)



Fuente: Norwegian Petroleum Directorate, Deutsche Bank, FMI. \*Nota: las cifras para 2015 son estimaciones

Figura 4. Variación anual del consumo final bruto del gobierno, en % (1992-2014)



Fuente: Banco Mundial (2015)