



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA(GPFG): UNA REVISIÓN DEL MODELO NORUEGO

Autor: Miguel de Andrés Alonso
Director: Alex Escolá Gascón

MADRID | Junio 2025

Índice

| | |
|---|----|
| RESUMEN | 3 |
| ABSTRACT..... | 4 |
| 1.INTRODUCCIÓN | 5 |
| 1.1 Objetivos | 5 |
| 1.2 Justificación del tema..... | 6 |
| 1.3 Metodología..... | 7 |
| 1.4 Análisis de criterios | 8 |
| 1.5 Origen de los datos | 9 |
| 2.FONDOS SOBERANOS | 10 |
| 3.ORIGEN Y MOTIVO DE CONSTITUCIÓN DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA | 13 |
| 4.GOBERNANZA DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA | 15 |
| 5.EVOLUCIÓN DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA (1996–2024)..... | 18 |
| 5.2 Crisis Puntocom (1999-2002)..... | 21 |
| 5.3 Boom de Materias Primas y Caída de Tipos (2003-2007) | 21 |
| 5.4 Crisis Financiera Global (2008-2009) | 21 |
| 5.5 Crisis de Deuda Europea y Caída del Petróleo (2011-2016) | 22 |
| 5.6 Pandemia de COVID-19 (2017-2021) | 23 |
| 5.7 Guerra en Ucrania, Inflación y Tipos al Alza (2022-2024)..... | 24 |
| 6.IMPACTO ECONÓMICO INTERNACIONAL DEL GPFG | 25 |
| 7.IMPACTO ECONÓMICO NACIONAL..... | 28 |
| 8.INFLUENCIA SOCIAL Y PRÁCTICAS ESG DEL FONDO | 31 |
| 9.CONCLUSIONES | 35 |
| 10.REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 38 |
| Declaración uso de inteligencia artificial generativa | 41 |
| Gráficos y tablas relevantes | 42 |

RESUMEN

Este trabajo analiza el impacto económico y social del Fondo Soberano de Noruega (Government Pension Fund Global), el mayor fondo soberano del mundo en términos de activos gestionados. Mediante una revisión sistemática de literatura académica y un análisis descriptivo de datos provenientes de fuentes oficiales, el estudio evalúa la evolución de la política de inversión del fondo además del efecto del fondo tanto a nivel nacional como internacional.

Se evalúa la evolución de la política de inversión del fondo para dimensionar su singularidad en términos de gobernanza, rentabilidad y responsabilidad. A nivel económico nacional, se analiza cómo el fondo ha contribuido a estabilizar la economía noruega, evitando la “enfermedad holandesa”, financiando el presupuesto público sin comprometer el capital y asegurando la equidad intergeneracional. A nivel internacional, se examina su influencia en los mercados financieros, su comportamiento como inversor global y su rol como referente en transparencia y sostenibilidad. En el plano social, se estudia su compromiso con criterios ESG, su impacto ético a través de exclusiones y activismo accionario, y su contribución al bienestar de la sociedad noruega. El trabajo concluye que el modelo noruego representa un caso ejemplar de gestión prudente, responsable y sostenible de riqueza soberana, ofreciendo importantes lecciones de política pública y financiera.

Palabras clave: Fondo Soberano, Noruega, GPFG, impacto económico, impacto social, inversión responsable, ESG, gobernanza, riqueza petrolera, desarrollo sostenible

ABSTRACT

This study examines the economic and social impact of Norway's Sovereign Wealth Fund (Government Pension Fund Global), the world's largest sovereign fund by assets under management. Through a systematic review of academic literature and descriptive analysis of data from official sources, the study evaluates the fund's effects both nationally and internationally.

The evolution of the fund's investment policy is assessed to gauge its uniqueness in terms of governance, profitability, and responsibility. At the national level, it explores how the fund has helped stabilize Norway's economy, avoid the "Dutch disease," finance public spending without depleting capital, and ensure intergenerational equity. Internationally, the fund's influence on financial markets, its role as a global investor, and its status as a benchmark for transparency and sustainability are examined. Socially, the fund's ESG commitments, its ethical impact via company exclusions and shareholder engagement, and its contribution to Norwegian welfare are assessed. The study concludes that Norway's model offers an exemplary case of prudent, responsible, and sustainable sovereign wealth management, providing key public policy and financial insights.

Key words: Sovereign Wealth Fund, Norway, GPF, economic impact, social impact, responsible investment, ESG, governance, oil wealth, sustainable development

1.INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivos

El objetivo principal es analizar de manera sistemática el impacto económico y social del Fondo Soberano de Noruega (GPFG) desde su creación hasta el año 2024. Otros objetivos más específicos son definir el concepto de Fondo Soberano y sus diferentes tipologías. Determinar el motivo por el que se constituye y la función que desempeña el Fondo Soberano de Noruega o GPFG. Establecer las instituciones encargadas de gestionar el GPFG y explicar su política de gestión. Analizar el impacto económico del Fondo Soberano de Noruega, evaluando la evolución y gestión del fondo analizando la rentabilidad y los riesgos asociados a su inversión. Evaluar los efectos del fondo en la economía noruega, especialmente en términos de estabilidad fiscal, reparto intergeneracional Determinar cómo la existencia de este fondo ha influido en la economía noruega y mundial. Esto implica examinar su contribución al crecimiento económico sostenible, a la estabilidad macroeconómica y al fortalecimiento de las finanzas públicas de Noruega. Establecer el impacto y la influencia que el GPFG ejerce a nivel mundial en lo referente a estándares éticos. Determinar las principales conclusiones que explican el éxito del GPFG, las cuales le han permitido convertirse en el Fondo Soberano más grande del mundo.

1.2 Justificación del tema

Noruega es ampliamente reconocida por haber transformado su riqueza petrolera en prosperidad sostenible mediante la creación de un fondo soberano único en su tipo: el Government Pension Fund Global (GPFG), conocido coloquialmente como el Fondo Soberano de Noruega. Establecido en 1990 tras el descubrimiento de petróleo en el Mar del Norte, su objetivo fue evitar los efectos adversos típicos de la riqueza repentina por recursos naturales que suelen derivar en un rápido aumento del nivel de inflación tanto en productos domésticos como en el tipo de cambio nacional que debilitan la competitividad de las exportaciones del país este fenómeno es conocido popularmente como la “enfermedad holandesa” (Bresser-Pereira, 2007) y por tanto se pretendía asegurar que tanto la generación presente como las futuras se beneficiasen de estos ingresos petrolíferos.

En las tres décadas desde su primera transferencia de capital en 1996, el GPFG se ha convertido en el mayor fondo soberano del mundo, con un valor que en 2024 supera los 1,7 billones de dólares estadounidenses, equivalente a aproximadamente 3,5 veces el PIB noruego de 2024. El aspecto más llamativo es que el fondo soberano surge inicialmente como un mero vehículo de ahorro a largo plazo, donde el gobierno noruego deposita el dinero ingresado de las exportaciones de petróleo para asegurar la sostenibilidad de ese dinero procedente de un recurso finito como es el petróleo, convirtiéndolo en un portafolio internacional de bonos y acciones (Chambers, et al. 2012). Por tanto, la totalidad de los ingresos del fondo proceden de la rentabilidad de sus inversiones internacionales y de las exportaciones petrolíferas. Cabe resaltar que, a pesar del nombre, no se trata de un fondo público de pensiones ya que no posee obligaciones de pago en la actualidad a pensionistas noruegos, los cuales se encuentran cubiertos por la seguridad social y es puramente un fondo soberano de inversión.

Este crecimiento extraordinario ha posicionado a Noruega como un caso de estudio de éxito sobre cómo gestionar prudentemente la riqueza derivada de recursos no renovables.

El presente trabajo realiza una revisión sistemática del impacto económico y social del GPFG además de la evolución de su política de inversión desde su creación hasta 2024, tanto a nivel nacional (en la economía y sociedad noruegas) como internacional (influencia en mercados, empresas, otras economías y estándares éticos globales).

Se analizarán, en el plano económico los factores y políticas de gestión que garantizan la sostenibilidad y el crecimiento económico del GPF. Los efectos del fondo sobre indicadores macroeconómicos como la sostenibilidad fiscal de Noruega, considerando también aspectos de reparto intergeneracional de la riqueza. Asimismo, se evaluará el peso del GPF en mercados financieros internacionales en comparación con otros fondos soberanos destacados, y su influencia en la estabilidad financiera y los flujos de capitales internacionales.

En el plano social, la revisión abordará la contribución del fondo al estado del bienestar y la calidad de vida de la población noruega, así como su papel como promotor de buenas prácticas a nivel global, especialmente en materia de inversión ética, criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) y gobernanza corporativa responsable.

He elegido como tema el Fondo Soberano de Noruega debido a mi reciente experiencia de intercambio en la que estuve estudiando y viviendo en Suecia y además tuve la oportunidad de visitar Noruega durante varios días donde desarrollé una gran admiración por el modelo y el estado del bienestar de los países escandinavos y más concretamente por el modelo noruego, debido a que gracias a una gestión estatal de los yacimientos petrolíferos del país, ha sido posible hacer crecer el poder adquisitivo de los ciudadanos noruegos a través del fondo soberano al mismo tiempo que éste ha permitido junto a los impuestos seguir financiando servicios públicos gratuitos de primer nivel como la educación, donde los estudiantes universitarios cursan másteres de manera gratuita (Tello, De la Villa, França & Sacristán, 2012).

1.3 Metodología

Se realizó una revisión sistemática de la literatura para garantizar rigor y exhaustividad en el análisis. Para la selección y valoración de las fuentes, se definieron criterios temáticos y metodológicos de inclusión y exclusión. Estos criterios permitieron filtrar los estudios relevantes sobre el Fondo Soberano de Noruega (Government Pension Fund Global, GPF) y su impacto, asegurando la calidad científica de la evidencia recopilada. Para lograr los objetivos propuestos y realizar un exhaustivo análisis sobre el GPF se empleará una metodología basada en una revisión sistemática de literatura académica combinado con un análisis descriptivo de datos.

En la siguiente tabla se muestran los criterios de elegibilidad empleados.

1.4 Análisis de criterios

| Criterio | Inclusión | Exclusión |
|---------------------|---|--|
| Tipo de documento | Publicaciones académicas (artículos en revistas revisadas por pares, tesis, working papers) e informes oficiales de organismos (ej. Norges Bank, NBIM, FMI, Banco Mundial). | Fuentes no académicas o no verificables (artículos periodísticos de opinión, blogs no especializados, documentos sin revisión por pares) que no aporten evidencia rigurosa. |
| Idioma | Estudios en español o inglés (idiomas predominantes en la literatura sobre el GPFG), dado el acceso a fuentes en ambas lenguas. | Publicaciones en otros idiomas sin traducción disponible, para garantizar la correcta interpretación del contenido. |
| Periodo temporal | Investigaciones publicadas entre 2000 y 2023, coincidiendo con el período de madurez del fondo y disponibilidad de datos históricos suficientes sobre su desempeño. | Estudios publicados fuera del rango temporal (por ejemplo, anteriores a la creación del fondo en 1990 o muy antiguos) que no reflejen la situación contemporánea del fondo. |
| Relevancia temática | Análisis que aborden explícitamente el impacto económico y/o social del Fondo Soberano de Noruega. Incluye estudios sobre rentabilidad, estabilidad macroeconómica, efectos sociales, gobernanza y sostenibilidad relacionados con el GPFG. | Estudios tangenciales que tratan fondos soberanos de forma general o casos de otros países sin focalizar en Noruega, o que se centran solo en aspectos técnicos financieros sin conectar con impacto económico-social. |
| Calidad científica | Fuentes de alta calidad: con metodología clara (por ejemplo, análisis estadístico, comparativo o estudio de caso bien documentado), referencias bibliográficas sólidas y, en el caso de artículos, publicados en revistas indexadas o conferencias reconocidas. | Trabajos de baja calidad o rigor insuficiente: sin metodología definida, con sesgos evidentes, falta de datos empíricos o conclusiones no fundamentadas. Se excluyeron también duplicados de estudios ya considerados. |

| | | |
|-------------------------|--|--|
| Metodología del estudio | Estudios empíricos (cuantitativos o cualitativos) que aporten datos sobre el fondo como, por ejemplo, indicadores de rentabilidad, series temporales, análisis econométrico, encuestas – y/o análisis teóricos bien fundamentados sobre la gobernanza y efectos del fondo. | Documentos sin base analítica (p. ej., comentarios anecdóticos, notas de prensa sin análisis) o metodologías no apropiadas para responder a la pregunta de investigación (por ejemplo, ensayos generales no centrados en evidencia del fondo). |
|-------------------------|--|--|

1.5 Origen de los datos

Se ha recurrido a fuentes oficiales y académicas de confianza. En primer lugar, los datos financieros del propio Fondo Soberano de Noruega se obtuvieron de Norges Bank Investment Management (NBIM) el gestor del GPF. Informes anuales y reportes oficiales de NBIM proporcionaron cifras sobre la rentabilidad histórica, la asignación de activos y las prácticas de gobernanza del fondo. Por ejemplo, el informe anual 2024 del GPF resume que la rentabilidad promedio anual ha sido aproximadamente del 6,34% desde 1998 (NBIM, 2024) reflejando el sólido desempeño a largo plazo del fondo.

Asimismo, NBIM divulga la distribución de la cartera (porcentajes en renta variable, renta fija, inmuebles e infraestructuras) y hasta las participaciones en cada empresa, dado su compromiso con la transparencia. Estos datos oficiales permitieron realizar un análisis cuantitativo preciso de la evolución del fondo y sus retornos comparativos.

Además de NBIM y el Banco de Noruega, se consultaron bases de datos de organismos internacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial proveen datos macroeconómicos y fiscales de Noruega (inflación y PIB) que ayudaron a contextualizar el impacto económico del fondo en la economía nacional. Por ejemplo, informes del FMI destacan cómo el GPF sirve de herramienta fiscal para amortiguar choques externos y garantizar la sostenibilidad intergeneracional del gasto público (FMI, 2008).

En cuanto a la búsqueda de literatura académica, se emplearon motores de búsqueda académicos como “Google Scholar” y bases de datos universitarias para recopilar estudios publicados. Se usaron palabras clave en inglés y español (ejemplo: “Norwegian Sovereign Wealth Fund impact”, “Fondo Soberano Noruega impacto económico social”) a fin de identificar artículos en revistas científicas, capítulos de libro y trabajos de conferencia relevantes.

Tras obtener una amplia lista de publicaciones, se aplicaron los criterios de inclusión/exclusión antes descritos para depurar las fuentes. Finalmente, los datos sobre rentabilidad, asignación de activos y gobernanza se recopilaron combinando la información de NBIM (datos primarios oficiales) con los hallazgos de la literatura académica (datos secundarios y análisis). Por ejemplo, se extrajeron cifras de rendimiento anual, tamaño del fondo y composición de la cartera directamente de NBIM, mientras que de estudios académicos se obtuvieron métricas e interpretaciones sobre efectos económicos (el impacto en estabilidad macroeconómica) y sociales (influencia en las empresas invertidas). Este enfoque múltiple aseguró una visión completa: datos del fondo soberano complementados con análisis científicos sobre sus implicaciones.

Los resultados finales del estudio se pueden observar en el apartado de conclusiones.

2.FONDOS SOBERANOS

Los fondos soberanos también conocidos como “fondos soberanos de inversión” son vehículos financieros de propiedad estatal creados para gestionar los excedentes de riqueza de un país con objetivos de largo plazo. Se nutren típicamente de ingresos extraordinarios del gobierno, como ganancias por exportaciones de recursos naturales (petróleo, gas, minerales), superávits fiscales o de cuenta corriente, privatizaciones o transferencias de reservas internacionales (FMI, 2007). A diferencia de las reservas internacionales mantenidas por los bancos centrales con fines de

liquidez o estabilidad en el tipo de cambio, los fondos soberanos buscan obtener una rentabilidad financiera a largo plazo invirtiendo estos excedentes en diversos activos, usualmente en mercados internacionales. De este modo, los fondos soberanos contribuyen a convertir riqueza temporal (por ejemplo, ingresos petroleros durante un boom de precios) en riqueza financiera permanente, mitigando los riesgos de ciclos de auge y caída en la economía local y promoviendo el ahorro intergeneracional.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) clasifica los fondos soberanos en cinco categorías generales, según sus objetivos principales (2008):

- **Fondos de estabilización:** Su meta principal es proteger el presupuesto nacional y la economía doméstica de la volatilidad en los precios de materias primas (típicamente del petróleo u otros commodities). Acumulan reservas en épocas de bonanza para atenuar los shocks cuando caen los precios, sirviendo de colchón anticíclico. Por ejemplo, muchos países exportadores de petróleo (Rusia) han creado fondos de estabilización para afrontar caídas súbitas en los ingresos públicos por hidrocarburos.
- **Fondos de ahorro para generaciones futuras:** Buscan transformar activos no renovables (como recursos minerales o petróleo) en portafolios diversificados de activos financieros. Su objetivo es el ahorro de largo plazo, usualmente para beneficio de generaciones venideras, una vez que se agoten los recursos o decaigan sus ingresos. El fondo noruego, como veremos, encaja principalmente en esta categoría: canaliza los ingresos del petróleo en inversiones globales para preservar la riqueza para el futuro.
- **Fondos de inversión de reservas:** Administran excedentes de reservas internacionales con el fin de obtener mayor rentabilidad. Muchos países, especialmente asiáticos, con grandes reservas monetarias han constituido estos fondos para invertir parte de las reservas en activos de mayor rendimiento. Por ejemplo, China tiene varios vehículos de este tipo, como SAFE Investment Company, que invierte parte de las reservas del banco central en activos más diversificados (CE, 2025).
- **Fondos de desarrollo:** Se orientan a financiar proyectos de desarrollo económico o industrial dentro del país. En lugar de invertir únicamente en el extranjero, estos fondos canalizan recursos hacia sectores estratégicos nacionales, infraestructura, diversificación económica o iniciativas socioeconómicas. Un ejemplo es el fondo soberano de Emiratos Árabes.

- Fondos de reserva para pensiones: Aquellos establecidos para cubrir pasivos futuros del sistema actual u otras obligaciones a largo plazo del gobierno (por ejemplo, costes de pensiones ante el envejecimiento poblacional). Se financian con superávits actuales para aliviar cargas fiscales futuras asociadas al pago de pensiones u otros beneficios, usualmente sin contribuciones individuales. Un ejemplo es el fondo de pensiones del gobierno de Australia (Future Fund).

A pesar de la diversidad de tipos, todos los fondos soberanos comparten tres características clave: propiedad estatal, horizonte de inversión de largo plazo y búsqueda de rendimientos financieros mediante inversiones en el exterior.

Estos fondos han proliferado rápidamente desde finales del siglo XX. Mientras que en 1990 existían quizás una docena de fondos soberanos pequeños, en la actualidad se contabilizan más de 170 fondos en unos 50 países, los cuales administran colectivamente entre 11 y 13 billones de USD en activo (Megginson, et al. 2023). Esta expansión se debe a factores como altos precios de commodities (que generaron grandes excedentes en países exportadores) y acumulación de reservas en economías emergentes.

Desde el punto de vista de sus efectos, la literatura destaca que los fondos soberanos aportan beneficios macroeconómicos y financieros, pero también plantean retos. Entre los beneficios se cuenta la estabilización económica –evitando ciclos de auge/colapso al ahorrar en épocas de bonanza y gastar en crisis– y la mejora en la gestión de riqueza pública, al diversificar portafolios y maximizar rendimientos de los excedentes. Por ejemplo, Udaibir Das, especialista del FMI (2008) señala que, para países con abundantes activos externos, es muestra de una administración responsable diversificar prudentemente esos recursos a través de un fondo soberano. Asimismo, al invertir globalmente, estos fondos contribuyen a una asignación más eficiente del capital a nivel internacional y aumentan la liquidez de los mercados financieros.

En síntesis, un fondo soberano es una herramienta mediante la cual un Estado administra su riqueza nacional excedente de forma profesional y con un enfoque largoplacista, buscando equilibrar objetivos económicos (estabilidad, ahorro intergeneracional) y financieros (rentabilidad, diversificación). Noruega proporciona un caso paradigmático de cómo un país puede utilizar un fondo soberano para transformar una riqueza petrolera finita en beneficios

económicos y sociales sostenibles en el tiempo, como se detalla a continuación.

3. ORIGEN Y MOTIVO DE CONSTITUCIÓN DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA

El origen del fondo soberano noruego se remonta al descubrimiento de grandes yacimientos de petróleo en el Mar del Norte a fines de la década de 1960. Noruega encontró petróleo por primera vez en 1969 y comenzó su producción comercial en 1971 (Özgül, 2019). Durante las décadas siguientes, los ingresos petroleros del Estado noruego crecieron de manera significativa, a través de impuestos a las compañías petroleras, participaciones estatales en proyectos y dividendos públicos del sector energético.

A mediados de los años 80, anticipando que estos flujos serían elevados pero temporales (dado que el petróleo es un recurso no renovable) y que además podrían fluctuar bruscamente según el precio internacional, Noruega empezó a debatir cómo gestionar prudentemente esta riqueza. La idea de crear un fondo específico para los ingresos petroleros fue sugerida ya en 1983 por una comisión gubernamental denominada "Tempo Committee" y ganó apoyo a mediados de los años 80 (NBIM, 2024).

Fruto de ese consenso, en 1990 el Parlamento noruego "Storting" aprobó la Ley del Fondo Petrolero del Gobierno "Government Petroleum Fund Law", estableciendo formalmente un fondo soberano donde depositar los excedentes fiscales derivados del petróleo. El objetivo declarado era doble: por un lado, ahorrar parte de los ingresos petroleros para el largo plazo, asegurando que la riqueza obtenida de un recurso natural finito beneficiara también a las futuras generaciones de noruegos; y por otro, proteger la economía nacional de los efectos desestabilizadores de un auge petrolero, evitando la denominada "enfermedad holandesa". En otras palabras, el fondo se concibió como un instrumento para suavizar las fluctuaciones: acumular ahorro en épocas de altos precios del crudo y evitar un gasto público excesivo que pudiera recalentar la economía, apreciar en demasía la moneda y dañar la competitividad de las industrias no petroleras. Se reconocía así una obligación ética del Estado: transformar la riqueza extraordinaria proveniente de recursos formados durante millones de años en riqueza financiera, preservando parte de ella para ciudadanos futuros y evitando desequilibrios macroeconómicos (Özgül, 2019).

En la práctica, la implementación del fondo estuvo supeditada a la situación fiscal: la ley estipuló que solo se transferirían recursos al Fondo Petrolero en años de superávit presupuestario (Özgül, 2019). Noruega atravesó dificultades económicas a inicios de los 90 (recesión, alto desempleo), por lo que entre 1990 y 1994 no hubo excedentes fiscales disponibles. El primer superávit en las

cuentas públicas ocurrió en 1995, y al año siguiente en 1996 se realizó la primera transferencia de capital al nuevo fondo soberano. Aquella aportación inicial, modestísima en retrospectiva, fue de 2.000 millones de coronas noruegas (NOK), aproximadamente 300 millones de USD de la época (Chambers, et al. 2012). Así nació el fondo soberano noruego en la práctica, aunque legalmente existía desde 1990. En sus primeros años, fue concebido como una cuenta dentro del Banco de Noruega donde se depositaban los ingresos petroleros excedentes no utilizados en el presupuesto anual.

Los motivos de constitución del fondo quedaron claramente establecidos en documentos oficiales. Por un lado, está el propósito fiscal y macroeconómico: evitar que un auge de ingresos petroleros condujera a un gasto público desmedido y a los males asociados a la riqueza súbita de recursos (un boom petrolero seguido de un colapso). La experiencia de otros países (como los Países Bajos en los 70, que dieron nombre a la “enfermedad holandesa”) mostraba que la afluencia masiva de divisas por exportaciones de recursos puede apreciar la moneda, encarecer los costes locales y debilitar al sector industrial y exportador no relacionado con el recurso (Chambers, et al. 2012).

Noruega quiso aislar del flujo de capitales interno gran parte de los ingresos petroleros, depositándolos en un fondo en el exterior. De ese modo, solo una fracción controlada de esa riqueza ingresaría anualmente a la economía doméstica (vía transferencias del fondo al presupuesto), reduciendo el riesgo de inflación y manteniendo la competitividad de la economía no petrolera, evitando inyectar dinero en la economía del país. Este enfoque, a veces llamado el “modelo noruego”, contrasta con casos donde el dinero petrolero inundó la economía local causando distorsiones (Chambers, et al. 2012).

El segundo gran motivo es de carácter patrimonial e intergeneracional. Como señaló el Ministerio de Finanzas noruego en 1998, el petróleo es un regalo finito de la naturaleza; convertirlo en ingresos públicos no debe traducirse en gastarlo todo en el corto plazo, sino en ahorrar e invertir para el futuro. La población noruega envejece y se proyectan mayores gastos en pensiones y salud a largo plazo; el fondo fue visto como un mecanismo para financiar esos costes futuros y mantener la prosperidad cuando el petróleo se agote o pierda valor comercial (Özgül, 2019).

La prosperidad sostenible es un concepto central: en lugar de consumir la riqueza petrolera en una generación, Noruega la convierte en un portafolio financiero diversificado globalmente, cuyo rendimiento anual puede apoyar el gasto público de forma perpetua sin erosionar el capital. De

hecho, una metáfora habitual es que Noruega transformó su petróleo bajo el mar en acciones y bonos alrededor del mundo, garantizando así que la riqueza perdure.

El Fondo Soberano de Noruega nace como respuesta estratégica a las oportunidades y desafíos de la riqueza petrolera: ahorrar cuando hay bonanza, invertir con visión de largo plazo y proveer estabilidad económica, todo bajo un compromiso de equidad intergeneracional. Este origen explica su diseño particular (invertir en el extranjero, límites al uso anual de los fondos, altos estándares de transparencia) que se describirá posteriormente. A continuación, se detalla la evolución que ha tenido el fondo desde su creación hasta la actualidad, pasando por distintas etapas marcadas por decisiones de política financiera y eventos económicos globales.

4.GOVERNANZA DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA

La gobernanza del Government Pension Fund Global es ampliamente reconocida como uno de los factores clave de su buen desempeño. Por gobernanza entendemos el conjunto de arreglos institucionales, legales y operativos que rigen cómo se administra el fondo, quién toma decisiones, con qué controles y rendición de cuentas.

En el caso de Noruega, el diseño de la gobernanza del GPFG busca lograr un delicado equilibrio: alinear la gestión del fondo con la política económica nacional de largo plazo, manteniendo al mismo tiempo una barrera frente a injerencias políticas de corto plazo o presiones indebidas. Lograr esto ha implicado definir claramente roles (Parlamento, gobierno, banco central y administradores), garantizar transparencia total, y establecer controles internos y externos robustos. A continuación, se describen los principales aspectos de esta gobernanza.

El GPFG no tiene personalidad jurídica propia ni una estructura independiente. Legalmente, es parte integral del presupuesto del Estado y sus activos son propiedad del Estado noruego. Sin embargo, su administración se delega mediante ley al Banco de Noruega (banco central). Específicamente, el Ministerio de Finanzas es la autoridad decisora en última instancia sobre el fondo, pero delega la gestión operacional del día a día al Norges Bank Investment Management (NBIM), una unidad dentro del banco central creada específicamente para gestionar el fondo.

Esto fue formalizado en una “acuerdo de gestión” entre el Ministerio y el Banco de Noruega en 1998 (Özgül, 2019).

En la práctica, el arreglo es así:

- **Parlamento (Storting):** Aprueba las leyes relevantes (como la del Fondo Petrolero de 1990), y supervisa a través del presupuesto y los informes anuales. Cada año el gobierno presenta al Storting un informe extenso sobre el GPFG y sus resultados, que es debatido públicamente. El Parlamento fija también, por consenso, la regla fiscal de cuánto porcentaje del fondo usar.
- **Gobierno (Ministerio de Finanzas):** Es el administrador legal del fondo. Sus funciones incluyen establecer la estrategia general de inversión (por ejemplo, la asignación actual 70/30, los índices de referencia de acciones y bonos), fijar las normas éticas y monitorizar el desempeño de NBIM. El Ministerio emite un mandato por escrito a Norges Bank que define estos parámetros “el Management Mandate”. Sin embargo, el Ministerio no interviene en decisiones del día a día de inversión ni selecciona individualmente activos, se limita a definir el marco o benchmark (Özgül, 2019). Así, el Ministerio actúa como dueño a nivel estratégico, respetando la independencia operativa.
- **Banco Central (Norges Bank) / NBIM:** El Banco de Noruega recibe la responsabilidad de la gestión operativa del GPFG. Para ello se creó NBIM (Norges Bank Investment Management), que es efectivamente una gestora de inversiones interna. NBIM cuenta con un CEO actualmente Nicolai Tangen (NBIM, 2024) y un equipo de alrededor de 600 profesionales financieros repartidos en Oslo, Londres, Nueva York, Singapur, etc., encargados de ejecutar las inversiones conforme al mandato.

Aunque NBIM es parte del banco central, sus operaciones se llevan separadamente de la política monetaria; incluso el director de NBIM informa mensualmente al gobernador del banco, pero no participa en decisiones de política monetaria para evitar conflictos. NBIM toma decisiones de inversión de manera autónoma, reportando posteriormente los resultados. El Banco Central provee informes trimestrales y anuales detallados al Ministerio de Finanzas y al público, certificando la gestión.

- **Consejo de Ética:** Aunque formalmente externo a NBIM, este consejo (compuesto por 5 miembros independientes nombrados por el Ministerio) es parte de la gobernanza. Sus recomendaciones de exclusión u observación de empresas son enviadas al Banco de

Noruega (anteriormente iban al Ministerio hasta 2015), que toma la decisión final. Este cambio de 2015 canalizar las recomendaciones directamente al banco gestor buscó agilizar el proceso. El Consejo de Ética pública sus propias memorias anuales explicando sus análisis, lo que añade una capa más de transparencia y rendición de cuentas en la dimensión ética (Özgül, 2019).

- **Auditoría y control externo:** La Oficina del Auditor General de Noruega (Riksrevisjonen) audita las cuentas del fondo y puede revisar tanto al Ministerio como al Norges Bank en lo referente al GPF. Adicionalmente informa al Parlamento. Por si fuera poco, NBIM contrata auditorías externas para validar sus resultados financieros. Todo esto compone un entramado de seguridad que hace muy difícil cualquier mal manejo sin que salga a la luz.

La transparencia es un elemento central de la gobernanza: cada trimestre NBIM divulga los resultados del fondo y cada año se publican informes exhaustivos que incluyen la lista completa de inversiones a 31 de diciembre. Estos informes son públicos y accesibles en la web. También se publican los votos en juntas de accionistas y las empresas excluidas con justificaciones. Pocos fondos soberanos alcanzan este nivel de detalle público. Esta transparencia ha fortalecido la confianza y legitimidad del fondo internamente, y refuerza la disciplina de los gestores sabedores de que cada decisión puede ser escrutada por el público y la prensa (White, 2023).

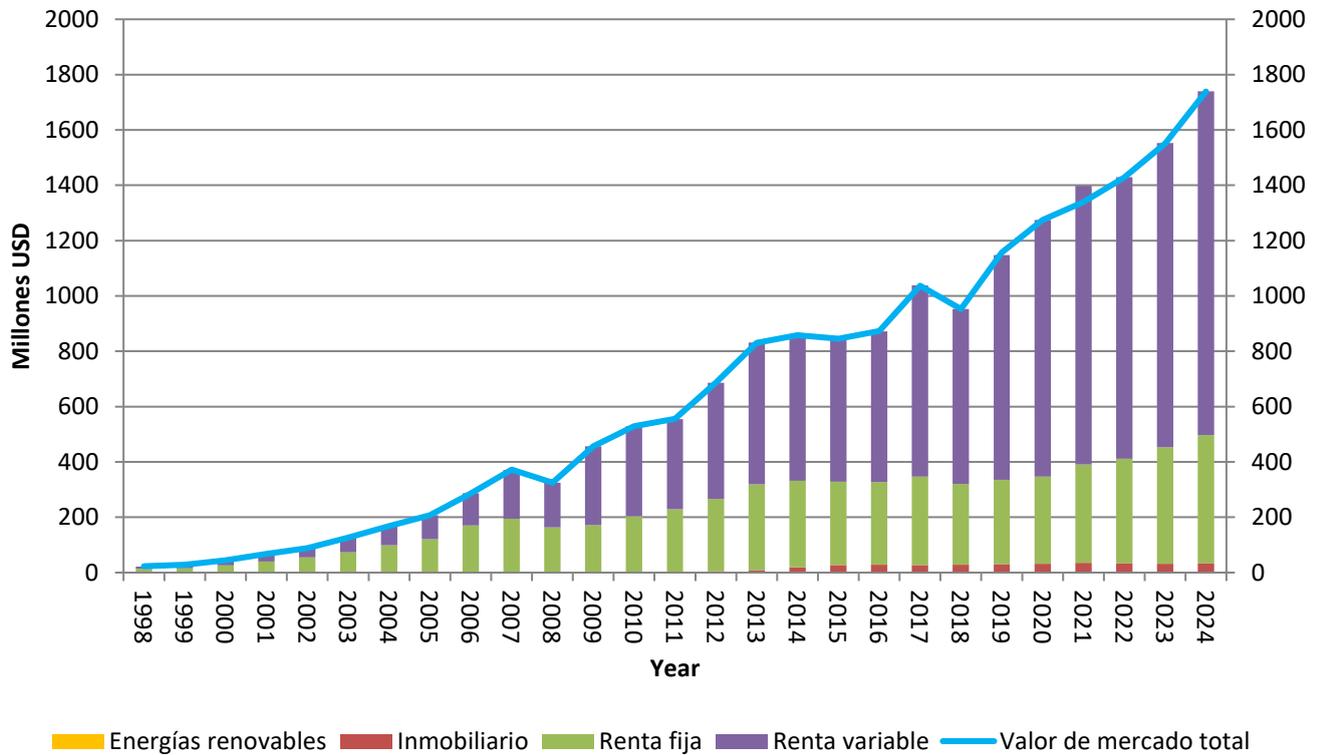


Elaboración con la ayuda de Chat GPT a partir de (Wirth, 2018). Se muestra de manera esquematizada las instituciones involucradas en la gestión del Fondo Soberano de Noruega y sus respectivos roles.

5.EVOLUCIÓN DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA (1996–2024)

La evolución del Government Pension Fund Global de Noruega en las casi tres décadas desde su primera aportación en 1996 ha sido notable, pasando de ser un fondo soberano que manejaba activos valorados en 300 millones de USD a convertirse en el mayor fondo soberano mundial con activos por valor de 1,7 billones de USD. A grandes rasgos, se pueden distinguir varias fases en su desarrollo, caracterizadas por cambios en la estrategia de inversión, el crecimiento de sus activos y las reformas de su marco operativo.

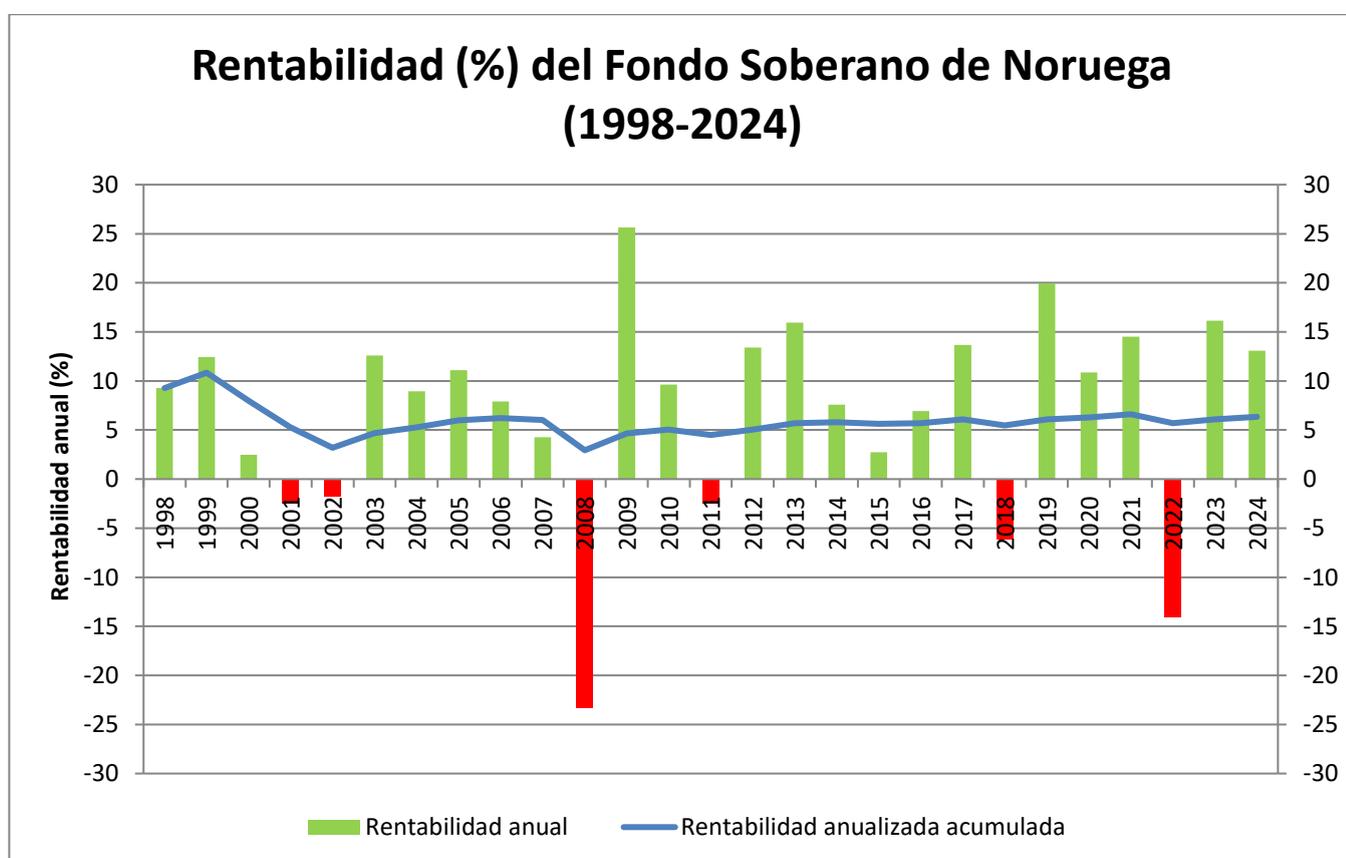
Evolución del Valor del Fondo Soberano de Noruega (Miles de Millones USD)



Elaboración propia a partir de datos del Norges Bank Investment Management (NBIM, 2024). Muestra la evolución del valor de los activos del fondo en millones (USD) desde que se comenzó en 1998 hasta 2024. Las barras de color muestran el peso relativo de cada activo en el fondo.

5.1 Fase de arranque (1996–1998): Tras la primera transferencia de NOK 2.000 millones en 1996, el fondo inició invirtiendo cantidades discretas exclusivamente en instrumentos de renta fija internacional (bonos soberanos extranjeros principalmente). El fondo era gestionado por Norges Bank de igual manera que las reservas oficiales de divisas ya que los gestores carecían de conocimiento sobre los mercados de renta variable por lo que destinaban el 100% de los excedentes del petróleo a renta fija ese momento, buscando un enfoque conservador mientras el fondo se consolidaba. Sin embargo, muy pronto se tomó la decisión de ampliar el universo de inversión para mejorar la rentabilidad a largo plazo. En 1998 a la vez que se creaba el NBIM, el ministerio de finanzas autorizó al fondo a invertir hasta un 40% de sus activos en renta variable global (Wirth, 2018).

Esta incorporación de acciones marcó el primer gran hito evolutivo: Noruega asumía una mayor exposición al riesgo bursátil a cambio de mayores retornos esperados, aprovechando el largo horizonte temporal del fondo. La experiencia de otros inversores de largo plazo sugería que una mezcla de acciones y bonos sería más adecuada para lograr el rendimiento real esperado (4% anual) que sustentara el gasto intergeneracional. Así, a finales de los 90 el fondo comenzó a comprar participaciones en miles de empresas extranjeras, diversificando su cartera globalmente (Chambers, et al. 2012).



Elaboración propia a partir de datos del Norges Bank Investment Management (NBIM, 2024). Las barras muestran la rentabilidad obtenida por el fondo año a año resultando verdes para retornos positivos y rojas para retornos negativos. La línea azul muestra la rentabilidad anualizada siendo del 6,34% a términos del 2024.

| Año | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Rentabilidad anual | 9,26 | 12,4 | 2,49 | -2,5 | -1,7 | 12,6 | 8,94 | 11,1 | 7,92 | 4,26 | -23 | 25,6 | 9,62 | -2,5 | 13,4 | 16 | 7,58 | 2,74 | 6,92 | 13,7 | -6,1 | 20 | 10,9 | 14,5 | -14 | 16,1 | 13,1 |
| Rentabilidad anualizada acumulada | 9,26 | 10,8 | 7,98 | 5,27 | 3,19 | 4,7 | 5,29 | 6 | 6,21 | 6,02 | 2,94 | 4,66 | 5,04 | 4,48 | 5,05 | 5,7 | 5,81 | 5,64 | 5,7 | 6,09 | 5,47 | 6,09 | 6,29 | 6,62 | 5,7 | 6,09 | 6,34 |

Tabla que refleja las rentabilidades anuales del GPFPG desde 1998 hasta 2024 (NBIM, 2024).

5.2 Crisis Puntocom (1999-2002): Tras incorporar acciones en 1998, el fondo enfrentó pronto la volatilidad de los mercados accionariales con el estallido de la burbuja tecnológica del año 2000. Durante 2001-2002, las bolsas globales cayeron significativamente, lo que llevó al GPFPG a registrar rentabilidades anuales levemente negativas en torno al -2% a -4% cada año. Si bien estos retrocesos fueron modestos en comparación con crisis posteriores (en parte porque el porcentaje en acciones aún era relativamente bajo, ~40%), representaron una prueba temprana de la resiliencia del fondo. La respuesta estratégica fue mantener el curso: no se redujo la exposición accionaria, confiando en la recuperación a largo plazo. Efectivamente, en 2003 las bolsas repuntaron y el GPFPG obtuvo rendimientos positivos nuevamente. La lección que dejó este episodio fue la importancia de diversificación global (pues la crisis puntocom afectó principalmente mercados desarrollados) y de una visión paciente ante la volatilidad cíclica.

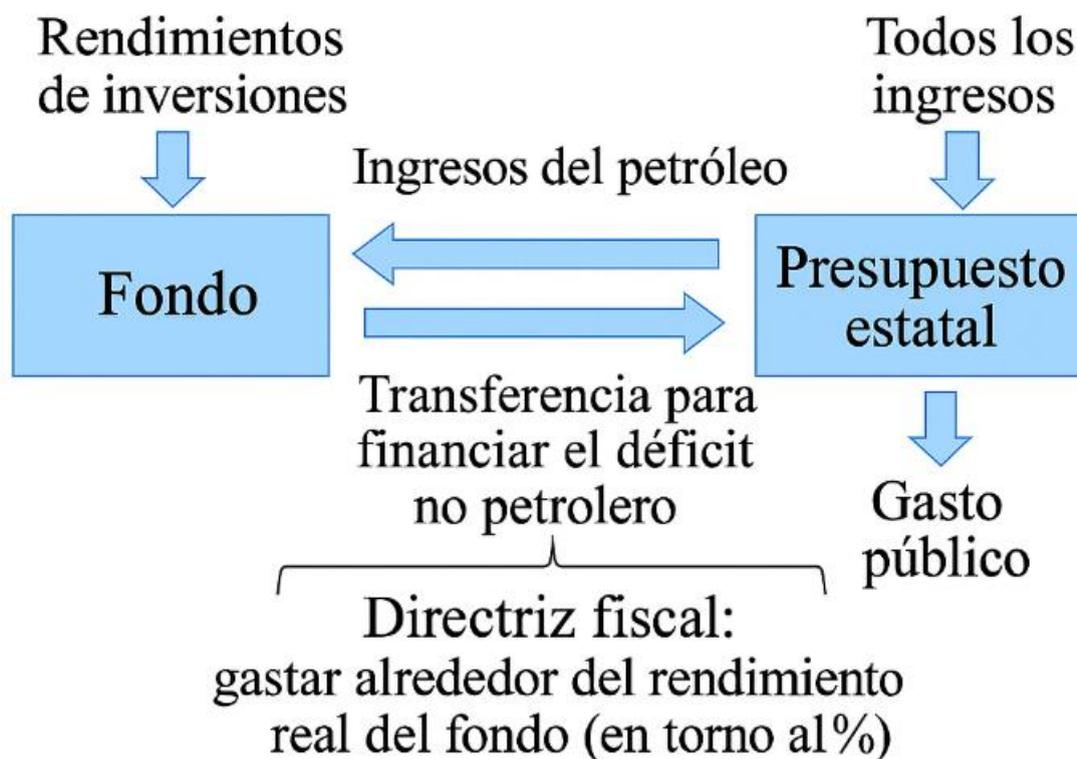
5.3 Boom de Materias Primas y Caída de Tipos (2003-2007): La era de 2003-2007 vio un fuerte crecimiento económico mundial, altos precios del petróleo y mercados alcistas. El GPFPG, con su combinación de bonos y un porcentaje creciente en acciones), aprovechó este periodo logrando varios años consecutivos de rendimientos positivos elevados (por ejemplo, +10% en 2005, +11% en 2006, +4.3% en 2007). Este entorno también llevó a un rápido aumento de los ingresos petroleros noruegos, engrosando los flujos de entrada al fondo. La abundancia de recursos y la expectativa de rendimientos de la renta variable convencieron al gobierno de aumentar la apuesta por acciones tras previa sugerencia del NBIM: de ahí la decisión en 2007 de elevar la asignación estratégica a 60% en renta variable. Esta decisión, tomada justo antes de la Gran Crisis Financiera, reflejaba la confianza en la gestión profesional del riesgo y en la prima de rentabilidad de las acciones sobre los bonos a largo plazo (NBIM, 2007).

5.4 Crisis Financiera Global (2008-2009): El colapso de Lehman Brothers y la crisis financiera del 2008 supusieron el mayor desafío histórico para el GPFPG. Como se mencionó, el fondo perdió alrededor de una cuarta parte de su valor en 2008 (-23% en moneda extranjera), equivalentes a una pérdida de 485 mil millones NOK solo en ese año en términos absolutos (tras ajustes por tipo de cambio). Este dramático descenso se debió a que tanto las acciones globales como muchos bonos corporativos se desplomaron al unísono. Sin embargo, la respuesta de los gestores y del Gobierno noruego fue mantener la estrategia de largo plazo sin liquidar posiciones. De hecho, siguiendo el plan ya aprobado de incrementar acciones al 60%, el fondo se equilibró comprando acciones durante la recesión (aprovechando valoraciones bajas). Esto resultó muy

beneficioso cuando, en 2009, los mercados rebotaron con fuerza y el GPFPG obtuvo su mayor ganancia histórica (+25.6%), recuperando en un año gran parte de lo perdido. La crisis confirmó la importancia de la disciplina contra cíclica: el fondo actuó como inversor de largo plazo estable, aportando liquidez en mercados hundidos y evitando ventas de pánico. A raíz de la crisis, se reforzaron ciertos aspectos de gestión de riesgo en NBIM (mejores análisis de estrés, evaluaciones de liquidez) pero no se alteró la filosofía fundamental. Es más, el desempeño relativo del fondo fue cercano al de su índice de referencia, validando su diversificación. En los años posteriores, las tasas de interés bajas y los estímulos monetarios favorecieron tanto a acciones como a bonos, permitiendo rendimientos anuales sólidos (ej. +13% en 2010, +11% en 2012). En 2010, el Gobierno decidió también canalizar parte del riesgo hacia inmuebles (5%), buscando nuevas fuentes de ingresos diversificables.

5.5 Crisis de Deuda Europea y Caída del Petróleo (2011-2016): La crisis del euro en 2011 (riesgo de impago en Grecia, tensiones bancarias en la UE) repercutió en el fondo con un ligero rendimiento negativo ese año (~ -2.5%). No obstante, como inversionista global, el GPFPG se benefició de la recuperación estadounidense y de mercados emergentes en 2012-2013. Un cambio estratégico derivado de este periodo fue la reducción del sesgo europeo de la cartera: históricamente, el fondo había estado sobre ponderado en Europa (por proximidad económica), pero en 2012 se anunció que se recortaría la proporción de inversiones en Europa a ~40% y se aumentarían las inversiones en mercados emergentes a ~10%.

Este ajuste geográfico buscaba reflejar mejor la economía mundial y reducir la dependencia de una región en problemas. En 2014-2015, la abrupta caída de los precios del petróleo (de >100 a <50 dólares) tuvo dos efectos: por un lado, redujo los ingresos petroleros del Estado (y con ello los nuevos flujos al fondo bajaron transitoriamente); por otro lado, deprimió los mercados de renta variable energética donde el GPFPG tenía posiciones. A pesar de ello, el impacto en los rendimientos agregados del fondo fue mitigado por la amplia diversificación sectorial. De hecho, 2014 fue un año positivo (+7.6% de retorno) y 2015 apenas negativo (-2.1%). Cabe mencionar que, en 2016, debido al contexto fiscal más apretado tras la caída petrolera, por primera vez se realizó un retiro neto de fondos del GPFPG para cubrir gasto público (aunque de magnitud pequeña y puntual). Este episodio inauguró el uso moderado del fondo conforme a la “regla fiscal” noruega, que permite gastar hasta el rendimiento real esperado (~3% del fondo al año). En todo caso, la estrategia de inversión no cambió: se mantuvo el 60% en acciones y se continuó con la expansión hacia inmuebles y emergentes.



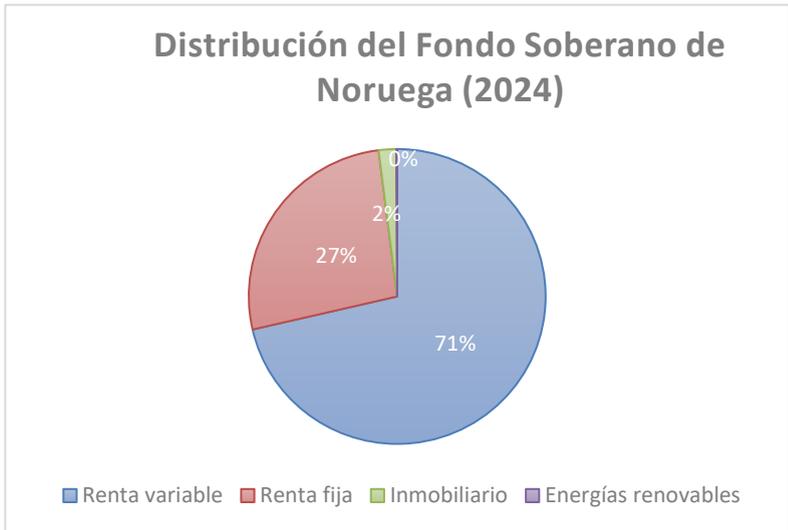
Elaboración propia, (Chambers, et al. 2012). Gráfico que muestra cómo administra el ahorro estatal el gobierno noruego.

5.6 Pandemia de COVID-19 (2017-2021): El estallido de la pandemia en marzo 2020 provocó uno de los colapsos bursátiles más rápidos de la historia, con caídas superiores al 30% en pocas semanas. El GPFG perdió alrededor de un -14% en el primer trimestre de 2020. Sin embargo, la respuesta fiscal y monetaria sin precedentes (tipos de interés recortados a cero, estímulos masivos) impulsó una recuperación igualmente veloz. Para fines de 2020, el fondo había logrado una rentabilidad anual positiva de +10.9%, recuperando todo lo perdido y más. En este contexto, la exposición significativa a acciones tecnológicas benefició al GPFG, ya que empresas de tecnología y comercio electrónico subieron fuertemente durante los confinamientos (NBIM había invertido en gigantes como Apple, Microsoft, Amazon, etc.). La pandemia reforzó la importancia de dos aspectos en la estrategia del fondo: la liquidez (pudo reequilibrar y aprovechar precios bajos sin verse forzado a vender activos, a diferencia de fondos apalancados) y la resistencia psicológica ante la volatilidad extrema. El fondo nuevamente no alteró su asignación estratégica durante la crisis; de hecho, en 2020 continuó implementando la meta de 70% en acciones que ya venía en curso desde 2019. Adicionalmente, los gestores incrementaron su

enfoque en riesgos emergentes como las vulnerabilidades en cadenas de suministro globales y la sostenibilidad corporativa postpandemia. También, tras la pandemia, NBIM acentuó su Plan de Acción Climática 2025, reconociendo que la recuperación “verde” global presentaba tanto riesgos (activos fósiles) como oportunidades (energías limpias) para la cartera (NBIM, 2020)

5.7 Guerra en Ucrania, Inflación y Tipos al Alza (2022-2024): La invasión rusa a Ucrania en febrero de 2022 y la consecuente crisis geopolítica desencadenaron impactos múltiples. En lo inmediato, Noruega decidió que el GPFG congelara y posteriormente desinvertiera todas sus inversiones en Rusia. Estas representaban una porción pequeña del fondo (~0.2-0.3%), pero el proceso no fue sencillo debido a sanciones y cierre de mercados; a efectos prácticos, el valor de los activos rusos del GPFG fue ajustado a cero en 2022. Más ampliamente, la guerra exacerbó un fenómeno ya en curso: la inflación global alcanzó niveles máximos desde los años 1980, impulsada por el encarecimiento de la energía y materias primas, sumado a problemas de oferta postpandemia (Norges Bank, 2022).

Para frenar la inflación, los principales bancos centrales incluyendo Norges Bank) subieron agresivamente los tipos de interés en 2022. Este entorno macro (inflación alta y alza de tasas) fue muy desafiante para el GPFG, ya que simultáneamente cayeron los mercados de renta variable y de renta fija – algo poco común. En 2022, el fondo tuvo una rentabilidad de -14,1%, lo que en términos monetarios supuso una pérdida histórica de -1,64 billones de coronas (unos 164 mil millones de USD) (Papaioannou, & Rentsendorj, 2015). Fue la segunda mayor caída porcentual de su historia después de 2008. Las acciones globales del fondo retrocedieron -15% y los bonos -12%, reflejando que ningún gran activo refugio funcionó ese año. No obstante, hubo un factor amortiguador: los elevados precios del petróleo y gas en 2022 (a raíz de la guerra) generaron ingresos extraordinarios para Noruega, permitiendo transferir un monto récord al fondo que compensó parte de la merma de mercado (Norges Bank, 2022). De hecho, pese al rendimiento negativo, el valor del fondo apenas disminuyó en 2022 gracias a estas entradas y a la depreciación de la corona noruega (que aumenta el valor en NOK de los activos extranjeros). En cuanto a estrategia, 2022 evidenció la importancia de mantener la diversificación y confirmó la necesidad de tolerar pérdidas temporales cuando se cuenta con un horizonte temporal de largo plazo. Ya en 2023, con la inflación moderándose, las bolsas repuntaron con fuerza (lideradas por empresas tecnológicas de Estados Unidos, resultando en un retorno de +13-16%) para el GPFG. A términos de 2024 la rentabilidad anualizada del fondo era de 6,34 % y la cartera acumulaba 1,7 billones y estaba compuesta de la siguiente manera.



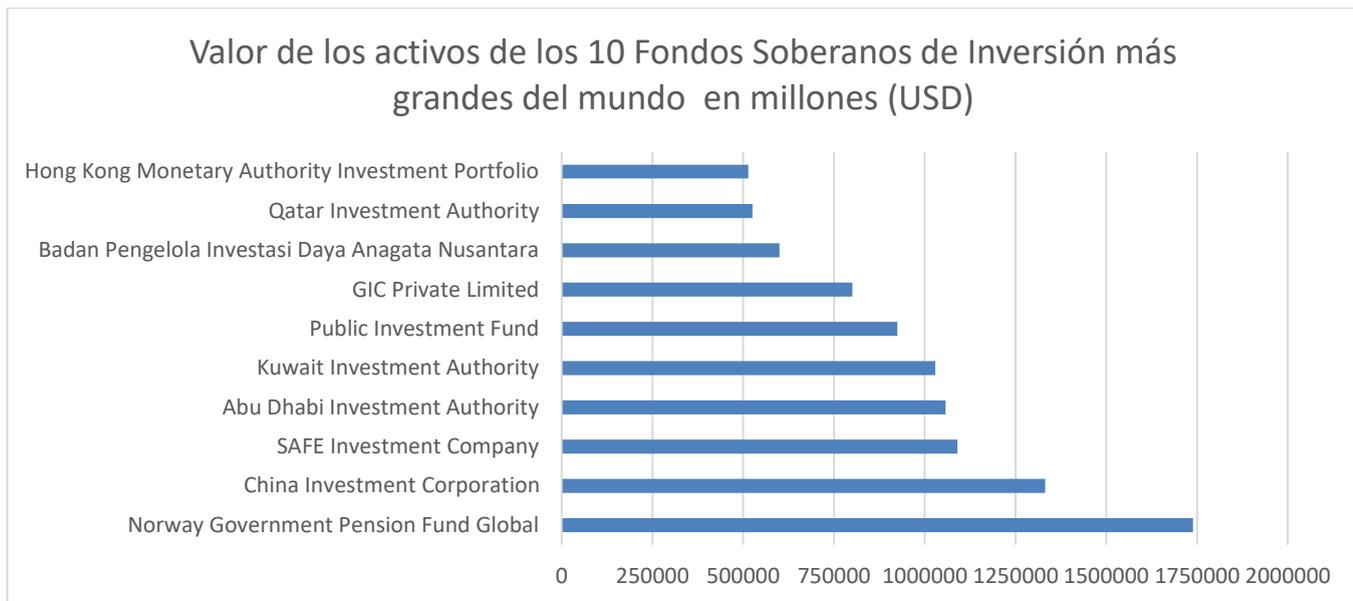
Elaboración propia (NBIM, 2024).

El gráfico circular muestra la distribución de cada clase de activo que conforma la cartera del GPFNG en 2024.

6.IMPACTO ECONÓMICO INTERNACIONAL DEL GPFNG

Como mayor fondo soberano del planeta, el GPFNG de Noruega tiene una presencia e influencia significativa en los mercados financieros internacionales. Su impacto económico a nivel global puede analizarse desde varias perspectivas: la estabilidad y liquidez que aporta a los mercados, su papel como inversor a largo plazo en miles de empresas, y la señal que envía en materia de gobierno corporativo y sostenibilidad.

En primer lugar, la simple escala del fondo lo convierte en un actor de peso en prácticamente todos los mercados bursátiles desarrollados. Hacia 2024, el GPFNG poseía participaciones en más de 8600 empresas de 70 países, con una presencia promedio cercana al 1,5% del total de las acciones en circulación en las bolsas mundiales (NBIM, 2024).



Elaboración propia (SWFI, 2024). El gráfico de barras muestra a los 10 fondos soberanos de inversión más grandes del planeta con relación al valor de los activos gestionan.

Su estrategia de inversión pasiva y ampliamente diversificada aporta liquidez y estabilidad a los mercados: el GPFG rara vez realiza ventas precipitadas, sino que mantiene sus posiciones con horizonte de décadas. De hecho, los fondos soberanos como el de Noruega, al no tener pasivos exigibles de corto plazo, actúan a menudo como “inversores contrapeso” frente a inversores más cortoplacistas, amortiguando volatilidades. John Lipsky, exsubdirector gerente del FMI, señaló que los fondos soberanos de inversión suelen ser inversores a largo plazo con necesidades de liquidez limitadas, lo que les permite “resistir las presiones del mercado en épocas de crisis y amortiguar la volatilidad” (FMI, 2008). En este sentido, la presencia del GPFG ha contribuido a la eficiencia de la asignación internacional de capitales, canalizando los excedentes noruegos hacia inversiones productivas alrededor del mundo.

Diversos estudios destacan que la entrada de un fondo soberano en el accionariado de una empresa puede tener efectos positivos en ésta, al brindar un inversor estable y con menor propensión a retiros ante caídas temporales. En el caso específico de Noruega, aunque el GPFG por mandato es un inversor financiero pasivo (no busca controlar empresas ni influir en su dirección estratégica), sí ejerce sus derechos políticos como accionista votando en juntas generales y entablando diálogo cuando es necesario.

Su política de gobierno corporativo se coordina a través de NBIM, que anualmente publica

expectativas para las empresas en temas como transparencia, estructura del directorio, remuneraciones, estrategia climática, respeto a derechos humanos, etc. Al ser uno de los principales accionistas institucionales del mundo, cuando NBIM habla, las juntas directivas escuchan. Así, el GPFGB ha impulsado mejoras en prácticas de gobierno corporativo a escala global, alineándose con inversores responsables para promover mayor divulgación de riesgos, independencia de consejos de administración y atención a factores ESG por parte de las compañías (White, 2023).

Por otro lado, la actuación del GPFGB durante crisis internacionales ha sido observada con atención. Por ejemplo, en la crisis financiera de 2008–2009, mientras algunos inversores privados huían de los bancos occidentales en problemas, varios fondos soberanos (principalmente de Asia y Oriente Medio) acudieron al rescate invirtiendo capital en esas entidades, lo cual fue reconocido como contribución a la estabilidad. Si bien el fondo noruego no participó directamente en esos rescates bancarios, su posición estable en los mercados desarrollados ayudó a sostener la confianza. En general, los fondos soberanos han pasado de ser vistos con recelo (a fines de los 2000 había temor en algunos países receptores de que fondos de países emergentes tuvieran motivaciones geopolíticas) a ser considerados hoy importantes aliados para la inversión en proyectos de desarrollo global.

Un informe del Foro Económico Mundial resalta que los fondos soberanos, con 11–13 billones USD en activos, están jugando un rol creciente en financiar industrias e infraestructuras críticas, incluidas energías limpias, en todo el mundo (2023). El GPFGB ha manifestado interés, en invertir en energías renovables fuera de Noruega contribuyendo a la financiación de la transición energética global siendo su primera inversión un parque eólico en Holanda en Borssele (NBIM, 2021).

Otro aspecto del impacto internacional del GPFGB es su función como referente de buenas prácticas para otros fondos e inversores estatales. Noruega fue uno de los impulsores de los “Principios de Santiago” en 2008, un conjunto de 24 principios voluntarios sobre transparencia, gobernanza y conducta de inversión para fondos soberanos. El GPFGB cumple plenamente con dichos principios y va más allá en varios aspectos, publicando trimestralmente la lista completa de sus inversiones y detallados informes anuales, algo que pocos fondos en el mundo igualan (White, 2023). Esta apertura ha elevado el estándar para otros grandes fondos, presionándolos a ser más transparentes. Asimismo, la ética de inversión del fondo noruego –por ejemplo, su política de exclusiones de ciertas empresas por razones ambientales o sociales– ha tenido eco en la industria financiera. Muchas gestoras de fondos y fondos de pensiones de otros países han

adoptado criterios similares, a veces explícitamente siguiendo el “listado de exclusiones” público que NBIM divulga. En este sentido, el GPFGB ha actuado como un pionero en inversión responsable a nivel global (Özgül, 2019).

No obstante, también existen potenciales implicaciones a monitorear. Dado el enorme tamaño del GPFGB, existen límites prácticos a cuánto puede incrementar ciertas posiciones sin distorsionar precios. NBIM suele adquirir participaciones proporcionales al peso de las empresas en índices globales; si pretende sobre ponderar significativamente algún sector o país, podría mover el mercado. Por ello, su mandato le prohíbe activamente concentrar grandes posiciones. Además, aunque el fondo evita intervenciones políticas, ha habido debates internacionales (especialmente cuando fondos soberanos de otras naciones como China o Emiratos han adquirido participaciones en sectores sensibles de países occidentales). En el caso de Noruega, su reputación como país democrático, transparente y aliado de Occidente ha hecho que su fondo no enfrente prácticamente barreras políticas al invertir en Estados Unidos, Europa u otros mercados. Esto contrasta con, por ejemplo, fondos de China o del Golfo Pérsico que en ocasiones suscitaron escrutinio de autoridades por seguridad nacional (Megginson, et al. 2023).

En conclusión, el GPFGB es percibido globalmente como un inversor institucional y profesional, cuyo impacto es considerado positivo al aportar capital, estabilidad y estándares de calidad institucional en los mercados donde participa.

Finalmente, cabe destacar el impacto macroeconómico internacional indirecto: al no gastar internamente sus ingresos petroleros sino invertirlos fuera, Noruega ha contribuido a reciclar sus superávits en el sistema financiero global. En lugar de generar desequilibrios (un exceso de ahorro que deprimiera la demanda global), a través del fondo esos ahorros se redirigen a la inversión productiva en diversos países. Esto ha sido mencionado en estudios sobre desequilibrios globales: los fondos soberanos ayudan a canalizar los superávits de balanza de pagos de unos países hacia necesidades de financiamiento de otros, más eficientemente que si esos recursos quedaran solo en reservas estériles. Así, el GPFGB contribuye a la estabilidad financiera internacional tanto por su comportamiento de inversión como por su rol en el flujo de capitales global nacional (Megginson, et al. 2023).

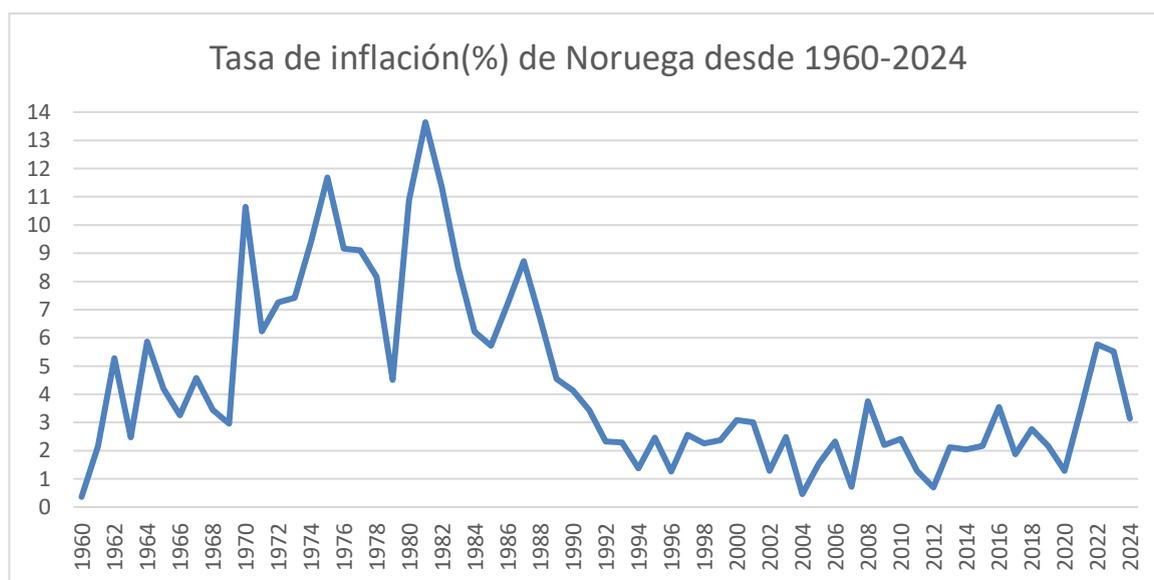
7.IMPACTO ECONÓMICO NACIONAL

El impacto en la economía noruega del fondo soberano se manifiesta principalmente a través de la política fiscal y la estabilidad macroeconómica de largo plazo. El GPFGB fue concebido, como

se mencionó, para ser un “amortiguador” que evitara que los vaivenes del petróleo desestabilizaran la economía nacional y para asegurar que la riqueza petrolera se tradujera en bienestar sostenible. A grandes rasgos, el fondo ha cumplido con creces esos objetivos, alterando profundamente la estructura financiera del Estado noruego y su economía.

Una de las contribuciones más notables es que Noruega ha logrado aislar su economía doméstica de la volatilidad de los ingresos petroleros, evitando la temida “enfermedad holandesa”. En lugar de gastar inmediatamente cada corona ingresada por petróleo, la mayor parte se ahorra en el GPF, invirtiéndose en el extranjero. Así, aunque el sector petrolero es enorme en términos de exportaciones, la afluencia de divisas no aprecia excesivamente la corona noruega, ni genera inflación interna desmedida, porque el dinero no entra de golpe al circuito local (Chambers, et al. 2012).

Los estudios económicos confirman que esta estrategia a veces llamada de “neutralidad de la riqueza” ha protegido en buena medida a la industria noruega no petrolera señalando que el mecanismo del fondo y la regla fiscal asociada buscan proteger la economía no petrolera de los efectos adversos de un gasto excesivo de los ingresos de recursos (Mohn, 2016). Al imponer disciplina (guardando los excedentes en el fondo) y luego limitar la extracción anual, Noruega ha mantenido una inflación baja y estable, y una competitividad razonable de sus sectores manufactureros y de servicios.



Elaboración propia. (Banco Mundial, 2024). Este gráfico muestra la evolución de la tasa de inflación de Noruega desde 1960-2024. Desde la instauración del Fondo Soberano en 1990 la tasa de inflación nacional se mantuvo siempre por debajo del 4% hasta el estallido en 2022 de la guerra de Ucrania que disparó el precio de la energía ante

la falta de gas ruso.

El marco fiscal noruego, introducido en 2001, es esencial para entender cómo el fondo impacta en la economía nacional. Se estableció la llamada “regla fiscal del 4%” (revisada a 3% en 2017), que orienta al gobierno a utilizar cada año solo el rendimiento real esperado del fondo, preservando el capital. En concreto, originalmente se podía transferir del GPFNG al presupuesto hasta un 4% del valor del fondo (estimado como el rendimiento real de largo plazo). Esto permitía financiar parte del gasto público corriente con las ganancias del fondo, sin tocar el principal. Tras la revisión de 2017, el porcentaje se redujo a 3%, reconociendo que en un mundo de tipos bajos el retorno futuro del fondo sería más modesto (Reuters, 2020).

Este mecanismo actúa como un freno al gasto excesivo: incluso si los ingresos petroleros crecen, el gobierno no aumenta proporcionalmente el gasto, sino que se atiene a la pauta del 3%. Los excedentes por encima de ese nivel se reinvierten. Gracias a ello, Noruega ha evitado déficits fiscales crónicos y ha acumulado activos en lugar de deudas. De hecho, la mayoría de los años desde 1996 el presupuesto noruego presenta un déficit no petrolero (es decir, gastan más de lo que ingresan sin contar petróleo), pero ese déficit es cubierto por una transferencia desde el fondo que equilibra las cuentas. Sin el petróleo, Noruega tendría déficits; con el petróleo y la regla fiscal, Noruega logra finanzas públicas sostenibles, financiando el extra de gasto con rendimientos del fondo en vez de agotar la fuente original (Mohn, 2016).

En la práctica, el aporte del GPFNG al presupuesto es significativo. En 2023, por ejemplo, el gobierno dispuso extraer alrededor del 2,5–3% del valor del fondo para financiar el gasto público, lo que equivalía a unos NOK 350.000 millones (aprox. USD 35.000 millones) cerca de un 20% del presupuesto nacional. Esto significa que uno de cada cinco euros gastados por el gobierno provino de los rendimientos del fondo, en lugar de impuestos internos. La regla fiscal asegura que esta aportación sea estable y sostenible: en años de bonanza (precios altos de petróleo) se mete dinero al fondo, en años de recesión se puede sacar un poco más, pero en promedio solo el retorno se gasta (NBIM, 2023).

Además de estabilización, el fondo ha generado un colchón de riqueza nacional que respalda la solvencia financiera de Noruega de forma inigualable. Mientras muchos países lidian con altas

deudas públicas, Noruega posee activos netos enormes.

A 2024, el valor del GPF (sobre 19 billones NOK) equivale a más de 350% del PIB de Noruega. Esto significa que, en teoría, el país podría liquidar el fondo y pagar cuatro veces toda su producción anual indicador de una riqueza acumulada extraordinaria.

Naturalmente no se hará tal cosa, pero esta situación se refleja en la fortaleza crediticia: Noruega mantiene calificación crediticia AAA estable, y los mercados perciben prácticamente cero riesgos de estrés fiscal en el horizonte. El fondo también actúa como garantía implícita para el sistema financiero nacional. Si hubiera un choque bancario doméstico, el Estado noruego tendría recursos de sobra para rescates y protegería al país frente a shocks externos. (DBRS Morningstar, 2023)

En balance, el impacto nacional del GPF es altamente positivo: ha fortalecido la estabilidad fiscal y macroeconómica, permitiendo a Noruega disfrutar de la riqueza petrolera de forma gradual y sostenible. Ha actuado como un pilar del modelo de bienestar noruego al proveer recursos considerables al erario sin comprometer a futuro. Y ha blindado a la economía contra choques, evidenciado por cómo Noruega sorteó con relativa facilidad crisis como la de 2008 o la pandemia apoyándose en su fondo. Pocos países han logrado convertir la maldición de los recursos en bendición de la manera en que lo ha hecho Noruega, lo cual suele atribuirse a la institucionalidad sólida detrás del GPF.

8. INFLUENCIA SOCIAL Y PRÁCTICAS ESG DEL FONDO

Además de sus impactos económicos, el Fondo Soberano de Noruega ejerce una marcada influencia social a través de sus políticas de inversión responsable y sus criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Desde temprano, Noruega estableció que su fondo no solo buscaría rendimiento financiero, sino que lo haría dentro de ciertos parámetros éticos, reflejando los valores de la sociedad noruega en materia de derechos humanos y desarrollo sostenible. Esta filosofía ha hecho del GPF un referente mundial en inversión socialmente responsable (ISR) y ha tenido efectos palpables tanto en empresas alrededor del globo como en la evolución de las prácticas ESG en la industria financiera.

El pilar de la estrategia social/ética del fondo son las Directrices de Ética adoptadas en 2004, cuyo cumplimiento supervisa el Consejo de Ética (un organismo asesor independiente). Estas directrices establecen criterios para excluir del universo de inversión a compañías cuyas actividades entren en conflicto con normas fundamentales. Algunos criterios de exclusión son categóricos, por ejemplo, fabricantes de armas nucleares, minas antipersona o municiones de

racimo quedan excluidos automáticamente; también lo están los productores de tabaco, por considerarse un producto dañino a la salud pública (Özgül, 2019).

Otros criterios son conductuales: empresas involucradas en violaciones graves de derechos humanos, daño ambiental severo, corrupción grave u otras faltas éticas pueden ser excluidas tras una evaluación detallada (Berle & Ødegaard, 2023).

El Consejo de Ética monitoriza información global para identificar empresas con conductas reprochables y recomienda al Banco de Noruega (NBIM) su exclusión o su “observación” hasta que mejoren. El NBIM por lo general sigue estas recomendaciones (aunque desde 2015 la decisión final recae en el banco, que busca dialogar con la empresa antes de excluirla).

La influencia social de esta política se ve reflejada en varios casos concretos. Por ejemplo, el fondo noruego fue uno de los primeros inversores en desvincularse de empresas vinculadas con el régimen de Sudán debido al genocidio en Darfur a mediados de los 2000. También excluyó a gigantes mineros acusados de contaminar gravemente (como compañías que practicaban minería de oro con vertido de relaves tóxicos en ríos), a empresas textiles involucradas en trabajo infantil, y más recientemente a varias empresas por su contribución al cambio climático (Berle, et al. 2023).

Un caso muy comentado en 2023 fue la decisión del GPFPG de retirar la mayoría de sus inversiones del Grupo Adani de la India, tras escándalos relacionados con posibles fraudes, corrupción y daños ambientales en ese conglomerado. Esta salida por un valor de unos 200 millones USD fue interpretada globalmente como una señal fuerte de desaprobación ética y de gobernanza hacia Adani, reforzando la presión sobre la empresa para reformar sus prácticas (SwissInfo, 2023).

Además de las exclusiones, el GPFPG ejerce influencia social a través del activismo accionarial suave. NBIM vota en miles de juntas generales al año, apoyando medidas que fomentan transparencia como diversidad de juntas directivas (por ejemplo, impulsa la presencia de mujeres en consejos estando alineado con la política noruega de equidad de género).

Publica anualmente sus pautas de voto y justificaciones, lo que le da un carácter didáctico. Por ejemplo, NBIM ha sido vocal en exigir a las empresas petroleras y utilities en las que invierte que divulguen sus planes de transición energética y metas de reducción de carbono consistentes con el Acuerdo de París. También ha presionado con éxito para que empresas multinacionales reporten de forma país-por-país sus impuestos pagados, combatiendo la opacidad fiscal. Estas

iniciativas demuestran que el fondo utiliza su posición no solo para obtener beneficios financieros sino para impulsar mejoras sociales y de gobernanza en las empresas, alineándose con la idea de que la sostenibilidad a largo plazo del retorno financiero depende también del desempeño ESG de las compañías (White, A., 2023)

La transparencia del GPFPG en sí misma es una contribución social, en tanto rinde cuentas a la ciudadanía sobre cómo se invierte su patrimonio colectivo. Cada ciudadano puede consultar en la web de NBIM qué empresas conforman el portafolio, cuánto se invierte en cada país, cuáles fueron las rentabilidades y costes, generando una cultura de involucramiento público.

El impacto social se ve igualmente en Noruega: el fondo es considerado un “fondo del pueblo”, parte integral del contrato social. Su gestión responsable refuerza la confianza de la población en las instituciones y en que la riqueza nacional se maneja con equidad y visión de futuro. Nicolai Tangen, el CEO de NBIM, ha enfatizado que la transparencia y altos estándares del fondo son indispensables para mantener la legitimidad democrática del mismo, dado que pertenece a toda la población y estos son los motivos que han permitido al GPFPG proclamarse con el primer puesto en el Global Pension Transparency Benchmark (White, A., 2023).

| | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|----------------|-----------------|---------|------|--|
| Fondo | GPFPG | CPP Investment | AustralianSuper | CalPERS | CDPQ | Public Sector Pension Investment Board (PSP) |
| País | NOR | CAN | AUS | USA | CAN | CAN |
| Puntuación final | 89 | 88 | 87 | 83 | 83 | 82 |
| Posición final | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 | 6 |
| Puntuación de costes | 91 | 90 | 69 | 79 | 65 | 69 |
| Posición en costes | 2 | 3 | 11 | 5 | 16 | 11 |
| Puntuación de gobernanza | 89 | 100 | 100 | 93 | 100 | 97 |

| | | | | | | |
|--|----|----|----|----|----|----|
| Posición en gobernanza | 16 | 1 | 1 | 11 | 1 | 4 |
| Puntuación de rentabilidad | 95 | 89 | 90 | 93 | 92 | 90 |
| Posición en rentabilidad | 1 | 8 | 5 | 3 | 4 | 5 |
| Puntuación en inversión responsable | 94 | 84 | 85 | 77 | 88 | 81 |
| Posición en inversión responsable | 1 | 14 | 11 | 29 | 7 | 22 |

Elaboración propia. (Top1000funds, 2023).

Muestra el ranking del Global Pension Transparency Benchmark de 2023 con el GPFPG remarcado en color amarillo en el primer puesto. Este ranking cada año premia a los Fondos Soberanos más transparentes y responsables del mundo. Toma en cuenta factores como inversión ética y social, costes de gestión, rentabilidad y gobernanza que juntas suman un cómputo global.

En el ámbito internacional, la postura ética del GPFPG ha animado a otros fondos soberanos a seguir pasos similares. Por ejemplo, el fondo soberano de Nueva Zelanda y algunos de Medio Oriente han adoptado políticas de exclusión inspiradas en las noruegas. Incluso en regiones con menor tradición ESG, la “marca noruega” en inversión responsable ha hecho que gobiernos consideren la conveniencia de elevar la vara. Organismos como las Naciones Unidas y el Banco Mundial suelen citar al GPFPG como caso de estudio de integración de consideraciones ESG en la gestión pública de activos financieros. (Clark & Monk, 2010).

El Fondo Soberano de Noruega ha demostrado que es posible, y diríamos necesario, integrar la responsabilidad social y ambiental en la gestión de portafolios estatales de gran tamaño. Su influencia social se aprecia en la mejora de prácticas corporativas globales, en la promoción de la transparencia y en la incorporación de criterios ESG en la comunidad inversora. Representa un caso único de ética en las finanzas públicas, donde un país entero decidió usar su poder financiero para fomentar un comportamiento empresarial más ético en todo el mundo (Özgül,

2019).

9.CONCLUSIONES

Los análisis realizados y los estudios revisados convergen en que el Fondo Soberano de Noruega ha tenido un impacto económico positivo y significativo tanto a nivel nacional como internacional. En el plano macroeconómico, el GPFG ha contribuido a la estabilidad económica de Noruega al funcionar como un amortiguador fiscal y de ahorro intergeneracional. Gracias al fondo, Noruega pudo evitar los efectos de la “enfermedad holandesa” asociados a booms de recursos naturales: al invertir los ingresos petroleros en el extranjero, se redujo la presión sobre la moneda y la inflación doméstica

El fondo financia una proporción importante del presupuesto cada año, respaldando el Estado de bienestar y asegurando que las futuras generaciones hereden tanto los recursos financieros como un entorno económico saludable. La existencia del fondo ha promovido, además, un consenso político y social en torno a la prudencia fiscal y la gestión transparente de los recursos públicos. De hecho, sigue una regla fiscal que limita el gasto anual del fondo a un porcentaje de su valor (originalmente 4%, ajustado al 3% en 2017), lo que garantiza que solo se utilicen los rendimientos y se preserve el capital para futuras generaciones.

Cabe resaltar la función del fondo como “colchón” en épocas de crisis, evitando recortes drásticos. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008 y la pandemia COVID-19, Noruega pudo cubrir déficits fiscales con dinero del fondo y aumentar el gasto contra cíclicamente para atenuar las recesiones.

En cuanto al rendimiento financiero, los datos oficiales y estudios independientes muestran un desempeño robusto del GPFG a largo plazo. Con un portafolio global diversificado (9.000 empresas en 70 países), el fondo alcanzó un valor aproximado de 1,7 billones de USD en 2024, equivalente a unos 300.000 USD por cada ciudadano noruego. La rentabilidad anual promedio desde 1998 es del 6,34%, lo cual es notable para un fondo público de tan bajo riesgo percibido. Esta acumulación de riqueza ha duplicado con creces el tamaño de la economía noruega – el fondo equivale a ~3,5 veces el PIB nacional.

El consenso en la literatura es que la estrategia a largo plazo del GPFG con alta transparencia y amplísima diversificación ha generado valor significativo para Noruega sin comprometer la estabilidad.

Un hallazgo clave de la revisión es el impacto social e institucional que el Fondo noruego ejerce a través de sus inversiones globales. Como uno de los mayores inversores del mundo (posee el 1,5% de todas las acciones cotizadas a nivel mundial), el GPFNG ha utilizado su peso para promover buenas prácticas de gobierno corporativo y estándares éticos en las empresas donde invierte. En cuanto a la influencia social y ESG, el Fondo Soberano de Noruega ha reafirmado que los criterios éticos pueden integrarse exitosamente en la gestión de grandes portafolios estatales. Con unos estrictos estándares éticos que excluyen fabricantes de armas nucleares, minas antipersona, municiones de racimo y tabaco. Además de empresas involucradas en violaciones graves de derechos humanos, daño ambiental severo y corrupción grave que han llevado al fondo a tomar medidas como desinvertir por completo en Rusia tras la guerra de Ucrania o desinvertir al completo del grupo Adani tras un escándalo de fraude y corrupción (SwissInfo, 2023).

Al mismo tiempo, un estudio analizó el impacto del GPFNG en el ámbito laboral de empresas extranjeras. Examinando datos del Reino Unido, encontraron que las compañías británicas con participación accionarial del fondo noruego fueron menos propensas a reducir su plantilla durante la crisis financiera de 2008-2009, en comparación con empresas similares sin dicha inversión. Incluso cuando se produjeron recortes de empleo, fueron más moderados en las empresas con el GPFNG como accionista, efecto observable, aunque la participación del fondo fuera relativamente pequeña. Estos resultados sugieren que el fondo, alineado con sus objetivos de sostenibilidad corporativa y valores noruegos valedores del modelo renano, tiende a invertir en empresas con visión de largo plazo que evitan despidos masivos aun en entornos de crisis (Goergen, et al. 2018).

Por tanto, la literatura apunta que el Fondo Soberano de Noruega no solo maximiza rendimientos financieros, sino que también influye positivamente en comportamientos corporativos, elevando estándares ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) a nivel global.

Otra dimensión social es la aceptación pública y legitimidad interna del fondo en Noruega. Los estudios destacan que la gobernanza institucional del GPFNG, caracterizada por su independencia operativa, controles éticos estrictos y transparencia ha sido crucial para su éxito. El Ministerio de Finanzas noruego define la estrategia y las directrices éticas mientras que un Consejo de Ética independiente recomienda exclusiones por motivos morales. Norges Bank, como gestor operativo, ejecuta las inversiones y reporta trimestral y anualmente todos los detalles de la

cartera. Esta estructura genera confianza en la ciudadanía noruega, que percibe el fondo como un vehículo transparente y orientado al interés público. Esto sumado a la rendición de cuentas y al consenso político en torno al fondo explican buena parte del éxito de por qué Noruega ha logrado usar su riqueza petrolera para impulsar el desarrollo sostenible y no para gastos improductivos o corrupción, a diferencia de experiencias menos exitosas en otros países.

10. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Mundial. (2024). *Tasa de inflación (precios al consumidor) Noruega*. Recuperado de https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2024&locations=NO&name_desc=false&start=1960&view=chart

Berle, et al. (2023). “The expected returns of ESG-excluded stocks: Evidence from the world’s largest fund”. Working Paper, Univ. of Stavanger. Recuperado de [https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:nC_k7aNu6boJ:scholar.google.com/+Berle,+E.,+He,+W.,+%26+%C3%98degaard,+B.+A.+\(2023\).+%E2%80%9CThe+expected+returns+of+ESG-excluded+stocks:+Evidence+from+the+world%20%99s+largest+fund%20%9D&hl=es&as_sdt=0,5](https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:nC_k7aNu6boJ:scholar.google.com/+Berle,+E.,+He,+W.,+%26+%C3%98degaard,+B.+A.+(2023).+%E2%80%9CThe+expected+returns+of+ESG-excluded+stocks:+Evidence+from+the+world%20%99s+largest+fund%20%9D&hl=es&as_sdt=0,5)

Bresser-Pereira, L. C. (2007). La enfermedad holandesa y su neutralización: un acercamiento ricardiano. *Unidad de Coyuntura y Prospectiva, UCyP, Serie Cuadernos del Desarrollo*, 9(1). Recuperado de [https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:ETR9PZgeNXkJ:scholar.google.com/+Bresser-Pereira,+L.+C.+\(2007\).+La+enfermedad+holandesa+y+su+neutralizaci%C3%B3n:+un+acercamiento+ricardiano.+Unidad+de+Coyuntura+y+Prospectiva,+UCyP,+Serie+Cuadernos+del+Desarrollo,+9\(1\).&hl=es&as_sdt=0,5](https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:ETR9PZgeNXkJ:scholar.google.com/+Bresser-Pereira,+L.+C.+(2007).+La+enfermedad+holandesa+y+su+neutralizaci%C3%B3n:+un+acercamiento+ricardiano.+Unidad+de+Coyuntura+y+Prospectiva,+UCyP,+Serie+Cuadernos+del+Desarrollo,+9(1).&hl=es&as_sdt=0,5)

CE Noticias Financieras (2025). “Norway tops world ranking of SWFs, China close behind”. Recuperado de insurancenewsnet.com

Chambers, D. et al. (2012). “The Norway Model”. *Journal of Portfolio Management*, 38(2), 67-81. Recuperado de [ndlegis.gov](https://ndlegis.gov/ndlegis.gov)

Clark, G. L., & Monk, A. H. (2010). The legitimacy and governance of Norway's sovereign wealth fund: the ethics of global investment. *Environment and Planning A*, 42(7), 1723-1738. <https://doi.org/10.1068/a42441>

DBRS Morningstar. (2023, June 16). *DBRS Morningstar confirms the Kingdom of Norway at AAA, stable trend*. Recuperado de <https://dbrs.morningstar.com/research/412175/dbrs-morningstar-confirms-the-kingdom-of-norway-at-aaa-stable-trend>

Foro Económico Mundial (2023). “Sovereign wealth funds are playing an increasingly important role in global development”. *WEF Agenda* (Nov 2023). Recuperado de weforum.orgweforum.org

Goergen, M. et al. (2018). Sovereign wealth funds, productivity and people: The impact of Norwegian Government Pension Fund-Global investments in the United Kingdom. *Human Resource Management Journal*, 28(2), 288-303. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12179>

IMF (2007). “El avance de los fondos soberanos de inversión”. *Finanzas & Desarrollo* 56-57. Recuperado de imf.orgimf.org

IMF (2008). “El FMI redobla la labor en los fondos soberanos”. *IMF Survey Magazine* pp.1-4. Recuperado de imf.orgimf.org

Megginson, W. L. et al. (2023). Sovereign wealth funds in the post-pandemic era. *Journal of International Business Policy*, 1. Recuperado de <https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC10092925/>

Mohn, K. (2016). “Resource revenue management and wealth neutrality in Norway”. *Energy Policy*, 96, 446-457. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2016.06.026>

Norges Bank (2008). “Governance structure of GPFG”. En Annual Report Norges Bank. Recuperado de <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news/Speeches/2010/18052010-introductory-statement-by-Yngve-Slyngstad/>

Norges Bank Investment Management. (2007). *Annual report 2007*. Recuperado de https://www.nbim.no/globalassets/reports/2007/nbim_07_eng.pdf

Norges Bank Investment Management. (2020). *Annual report 2020*. Recuperado de https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report_2020_government-pension-fund-global_web

Norges Bank Investment Management. (2022). *Annual report 2022*. Recuperado de https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/n/norges-bank_2022.pdf

Norges Bank Investment Management. (2023). *Annual report 2023*. Recuperado de https://www.norges-bank.no/contentassets/58084da4e3f44803a8c3f692f2f7bb9c/nb_annualreport_2023.pdf?v=26022024180435

Norges Bank Investment Management. (2024). *Annual report 2024*. Recuperado de <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2024/annual-report-2024/web-report-annual-report-2024/>

Norges Bank Investment Management. (2025). *The fund's value*. Recuperado de <https://www.nbim.no/en/investments/the-funds-value/>

Norges Bank Investment Management. (n.d.). *The history*. Recuperado de <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/the-history/#:~:text=2007>

Norges Bank Investment Management. (s.f.). *History*. Revisado 4 de mayo

Norges Bank Investment Management. (s.f.). *Leader group*. Recuperado de <https://www.nbim.no/en/about-us/leader-group/#:~:text=Nicolai%20Tangen%20is%20responsible%20for,Officer%20on%201%20September%202020>

Özgül, B. (2019). “Sovereign Wealth Funds: The Case of Norway”. Ponencia, 34th International Public Finance Conference, Turquía. April 2019. Recuperado de https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:lmh9Aw1VCf4J:scholar.google.com/&hl=es&as_sdt=0,5

Papaioannou, M. G., & Rentsendorj, B. (2015). Sovereign Wealth Fund Asset Allocations—some stylized facts on the Norway Pension Fund Global. *Procedia Economics and Finance*, 29, 195-199. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01122-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01122-3)

Reuters (2020). “Norway shatters wealth fund spending cap amid pandemic”. *Reuters News*. Recuperado de [reuters.com](https://www.reuters.com)

Sovereign Wealth Fund Institute. (2024). *Sovereign wealth fund rankings*. Recuperado de <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

SwissInfo (2023). “El fondo soberano noruego con pérdidas récord en 2022”. Recuperado de <https://www.swissinfo.ch/spa/el-fondo-soberano-noruego-con-perdidas-r%C3%A9cord-en-2023/48248168>

Tello, E. et al. (2012). Estudiar en Europa: Precios de matrículas y becas en las universidades europeas. Recuperado de <https://hdl.handle.net/2445/217211>

Top1000funds. (2023). *Global Pension Transparency Benchmark Funds 2023*. Recuperado de <https://global-pension-transparency-benchmark.top1000funds.com/global-pension-transparency-benchmark-funds-2023/>

White, A. (2023). "Why transparency is a strategic initiative for Norway's SWF". *Top1000funds.com*. Entrevista a N. Tangen. Recuperado de top1000funds.com

Wirth, E. (2018). La evolución de la estrategia de inversión del fondo soberano noruego (GPF): Conflictos principal-agente entre la política y la gestión financiera. Recuperado de <http://hdl.handle.net/11531/27073>

Declaración uso de inteligencia artificial generativa

Por la presente, yo, Miguel de Andrés, estudiante de E-2 de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL FONDO SOBERANO DE NORUEGA(GPFG): UNA REVISIÓN DEL MODELO NORUEGO", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Referencias:** En la fase inicial de búsqueda de artículos académicos, papers y fuentes sobre el tema en cuestión y previo a cualquier investigación pregunté los términos "Norwegian Sovereign Wealth Fund impact" e "Impacto Fondo Soberano de Noruega" en Chat GPT y tras corroborar la veracidad del mismo, di con un artículo académico (Chambers, et al, 2012) que me ha aportado un gran entendimiento sobre el Fondo Soberano de Noruega y lo he citado en la realización del TFG y dicho artículo no se puede encontrar en Google Scholar.
2. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** He empleado Chat GPT para generar un esquema que ejemplifica de manera simplificada los roles de cada una de las instituciones que gestionan el fondo (ver esquema página 18)
3. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro. He empleado Chat GPT a la hora traducir ciertos fragmentos de papers en ingles al español para tener un entendimiento y desarrollar una idea al completo sobre enfoques relacionados con el Fondo Soberano de Noruega que posteriormente me han resultado de gran utilidad.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 04/06/2025

Firma:



Gráficos y tablas relevantes

| Año | Energías renovables | Inmobiliario | Renta fija | Renta variable | Valor de mercado total |
|------|---------------------|--------------|------------|----------------|------------------------|
| 1998 | 0 | 0 | 13 | 9 | 23 |
| 1999 | 0 | 0 | 16 | 12 | 28 |
| 2000 | 0 | 0 | 26 | 17 | 44 |
| 2001 | 0 | 0 | 40 | 27 | 68 |
| 2002 | 0 | 0 | 55 | 33 | 88 |
| 2003 | 0 | 0 | 73 | 54 | 127 |
| 2004 | 0 | 0 | 99 | 69 | 168 |
| 2005 | 0 | 0 | 121 | 86 | 207 |
| 2006 | 0 | 0 | 170 | 117 | 286 |
| 2007 | 0 | 0 | 195 | 176 | 372 |
| 2008 | 0 | 0 | 164 | 161 | 325 |
| 2009 | 0 | 0 | 172 | 285 | 457 |
| 2010 | 0 | 0 | 204 | 325 | 529 |
| 2011 | 0 | 2 | 227 | 326 | 556 |
| 2012 | 0 | 5 | 261 | 420 | 686 |
| 2013 | 0 | 9 | 310 | 512 | 830 |
| 2014 | 0 | 19 | 313 | 525 | 858 |
| 2015 | 0 | 27 | 301 | 517 | 845 |
| 2016 | 0 | 28 | 299 | 545 | 873 |
| 2017 | 0 | 27 | 320 | 691 | 1037 |
| 2018 | 0 | 28 | 292 | 633 | 953 |
| 2019 | 0 | 31 | 304 | 813 | 1157 |
| 2020 | 0 | 32 | 315 | 928 | 1275 |
| 2021 | 0 | 35 | 356 | 1007 | 1339 |
| 2022 | 2 | 32 | 377 | 1018 | 1428 |
| 2023 | 2 | 30 | 421 | 1100 | 1552 |
| 2024 | 2 | 32 | 463 | 1243 | 1739 |

Tabla1: Evolución del valor del Fondo Soberano de Noruega por clase

de activos en (miles de millones de USD) desde 1998-2024. Datos del NBIM (2024)

| año | Tasa de inflación |
|------|-------------------|
| 1960 | 0,36049235 |
| 1961 | 2,15517278 |
| 1962 | 5,27425953 |
| 1963 | 2,47161053 |
| 1964 | 5,86701539 |
| 1965 | 4,18722444 |
| 1966 | 3,25056334 |
| 1967 | 4,57926976 |
| 1968 | 3,44829324 |
| 1969 | 2,96294951 |
| 1970 | 10,6372065 |
| 1971 | 6,22386324 |
| 1972 | 7,25843583 |
| 1973 | 7,41947284 |
| 1974 | 9,41176813 |
| 1975 | 11,6892235 |
| 1976 | 9,16147277 |
| 1977 | 9,10383971 |
| 1978 | 8,16167154 |
| 1979 | 4,50972761 |
| 1980 | 10,8786611 |
| 1981 | 13,6429608 |
| 1982 | 11,3409962 |
| 1983 | 8,46524432 |
| 1984 | 6,21827411 |
| 1985 | 5,71485464 |
| 1986 | 7,17649275 |
| 1987 | 8,71704745 |
| 1988 | 6,67636599 |
| 1989 | 4,54614336 |
| 1990 | 4,13103348 |
| 1991 | 3,43819599 |
| 1992 | 2,32808505 |
| 1993 | 2,28826933 |
| 1994 | 1,37567498 |
| 1995 | 2,46036779 |
| 1996 | 1,26253249 |
| 1997 | 2,56692336 |
| 1998 | 2,2524133 |
| 1999 | 2,36596737 |
| 2000 | 3,08550609 |
| 2001 | 3,00419704 |
| 2002 | 1,28672528 |
| 2003 | 2,48782553 |
| 2004 | 0,4544985 |

| | |
|------|------------|
| 2005 | 1,53213368 |
| 2006 | 2,32934981 |
| 2007 | 0,71258907 |
| 2008 | 3,75393082 |
| 2009 | 2,19738587 |
| 2010 | 2,41890639 |
| 2011 | 1,28495159 |
| 2012 | 0,69686411 |
| 2013 | 2,1204862 |
| 2014 | 2,04170287 |
| 2015 | 2,17113665 |
| 2016 | 3,55 |
| 2017 | 1,8751006 |
| 2018 | 2,76483135 |
| 2019 | 2,16773003 |
| 2020 | 1,28658491 |
| 2021 | 3,48388055 |
| 2022 | 5,76412318 |
| 2023 | 5,51784987 |
| 2024 | 3,14530134 |

Tabla2: Tasa de inflación de Noruega como país desde 1960 hasta 2024. Datos del Banco Mundial (2024)

| Fondos soberanos | Activos totales |
|---|------------------------|
| Norway Government Pension Fund Global | 1738806 |
| China Investment Corporation | 1332071 |
| SAFE Investment Company | 1090000 |
| Abu Dhabi Investment Authority | 1057545 |
| Kuwait Investment Authority | 1029000 |
| Public Investment Fund | 925000 |
| GIC Private Limited | 800800 |
| Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara | 600000 |
| Qatar Investment Authority | 526050 |
| Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio | 514347,8 |

Tabla3: Valor de los activos en gestión de los 10 Fondos Soberanos de Inversión más grandes del mundo (millones USD). Sovereign Wealth Fund Institute. (2024)