



ICADE BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# LOS DETERMINANTES DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS SOBERANOS

Análisis en detalle del Fondo Soberano Noruego (GPIFG)

Autor: Daniel Fernández Allende

Director: Javier Errejon

<b>1. Introducción</b>	3
<b>2. Los fondos soberanos</b>	5
<b>2.1. Historia</b>	5
<b>2.2. Definición y clasificación</b>	6
<b>2.3. Los fondos soberanos hoy en día</b>	7
<b>3. Fondo Soberano Noruego - “The Government Pension Fund Global”</b>	10
<b>3.1. El origen del GPFG</b>	10
<b>3.2. Teoría económica tras el GPFG</b>	11
<b>3.3. La estrategia de inversión de GPFG</b>	13
<b>4. Literatura sobre los determinantes de las inversiones</b>	18
<b>5. Proceso de selección de los determinantes económicos a nivel de país</b>	20
<b>5.1. Los indicadores económicos a nivel de país en la literatura existente</b>	20
<b>5.2. Características de inversión de la GPFG</b>	21
<b>5.3. Definición y fuentes de los determinantes macroeconómicos seleccionados</b>	22
<b>6. El papel estratégico de los fondos soberanos</b>	25
<b>6.1. El papel estratégico de los fondos de inversión</b>	25
<b>6.2. El papel político de los fondos – Ejemplo de Singapur</b>	26
<b>7. Conclusiones</b>	28
<b>Bibliografía</b>	29

## 1. Introducción

Los fondos soberanos de inversión (o simplemente fondos soberanos) se han convertido en los últimos años una poderosa herramienta por parte de los Estados y otros entes de carácter público para sacar la máxima rentabilidad a los recursos excedentarios de estos mismos. Con un valor estimado de más de \$6 trillones en 2014, los gobiernos están utilizando estos fondos para invertir los excedentes de reservas nacionales en el activos financieros de todo el mundo. Los gobiernos han sido capaces de generar riqueza adicional a través de los fondos soberanos asumiendo un riesgo de inversión bajo. Por ello, los fondos soberanos han sido descritos como una innovadora y eficaz forma de gestión de los excedentes nacionales.

Sin embargo, hay un fondo soberano que destaca del resto. Este es el Norwegian Government Pension Fund Global (en adelante GPFG), que no sólo es el más grande de todos los fondos soberanos a nivel mundial, sino que también ha demostrado ser el más transparente y con mas actividad internacional. El GPFG también es altamente reconocido en otros ámbitos, como en la gestión de la economía de los recursos naturales (debido a su contribución al bienestar de Noruega en cuanto a la gestión efectiva de los ingresos del petróleo) o en inversión ética (debido a sus estrictas políticas hacia inversiones en empresas "no éticas" como los fabricantes de tabaco o armas).

La singularidad del CPFG lleva a preguntarse que tipo de inversiones lleva a cabo y como es la toma de decisiones. Muchos son los factores que diferencian al este fondo soberano del resto. Para decidir que fuentes podían contribuir a este trabajo se llevó a cabo una extensa revisión de la literatura. Durante el proceso de análisis de la bibliografía existente hubo una rama de investigación que resultó especialmente interesante: los determinantes de las inversiones de los fondos soberanos.

Esta línea de investigación surgió a mediados de la década del 2000 en respuesta a una preocupación creciente de algunos países por los intereses políticos que pudiesen tener los países de origen que gestionaban dichos fondos. Los gobiernos, acusados de utilizar los fondos soberanos para ganar poder sobre los activos extranjeros políticamente estratégicos se vieron en la situación que en algunos países se comenzaron a imponer restricciones a las inversiones de estos fondos. En respuesta a este conflicto, varios autores comenzaron a estudiar los determinantes de la inversión de los fondos soberanos con el objetivo de determinar si estos de verdad se comportan como inversores puros con el único fin de maximizar sus ganancias o tienen fines estratégicos.

La cantidad de artículos académicos disponible sobre los determinantes de las inversiones de fondos soberanos establece una base sólida para el estudio de los determinantes económicos de las inversiones del GPFG. Este estudio es únicamente viable sobre el GPFG ya que es el único cuyas anuales son de acceso público y tiene un carácter puramente internacional (el GPFG tiene activos bajo gestión en más de 70 países).

En este sentido, el objetivo de este trabajo es identificar las variables económicas a nivel nacional que expliquen las decisiones de inversión internacionales del GPFG. Este objetivo plantea dos retos principales: 1) la elección de los indicadores económicos correctos, que son potencialmente capaces de explicar las decisiones de inversión internacionales del GPFG, y 2) que determinen un modelo adecuado para estudiar con éxito las relaciones entre los indicadores macroeconómicos elegidos y las inversiones del GPFG.

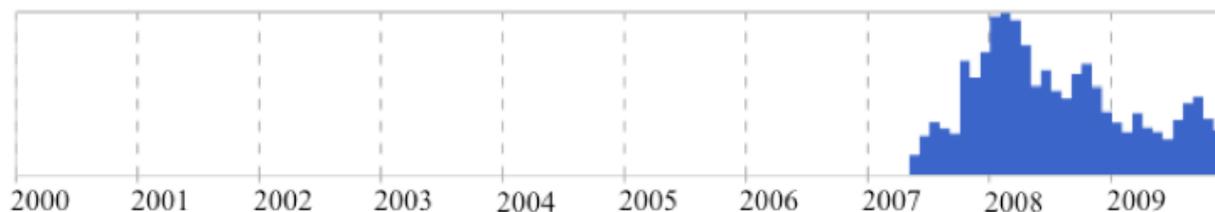
El trabajo se desarrolla de la siguiente forma. El primer punto es una breve introducción a los fondos soberanos en general para dar al lector una base sólida de la actividad del GPFG. El segundo punto estudia en profundidad el proceso de creación del GPFG, así como sus principales características y la estrategia de inversión. El tercer punto presenta el tema específico de este trabajo haciendo una revisión de la literatura existente. En el cuarto punto se hace una selección de las variables económicas a utilizar y su relación con las inversiones del GPFG. Por último el quinto punto de este trabajo pretende arrojar una visión más cualitativa sobre algunos problemas que plantean estos fondos soberanos. Finalmente se exponen de forma breve las conclusiones y las limitaciones de este trabajo.

## 2. Los fondos soberanos

### 2.1. Historia

Los fondos soberanos son relativamente un tema nuevo en el área de la investigación académica. La primera vez que alguien utiliza el término "*sovereign wealth fund*" fue Andrew Rozanov en 2005 en un artículo titulado "Who holds the wealth of nations?". Al principio del artículo, el autor hace hincapié en el hecho de que "el crecimiento de los fondos soberanos, [...], ha recibido poca atención o análisis. Sin embargo, es un desarrollo importante en las finanzas internacionales" (Rozanov, 2005, página 1). En ese momento, el tamaño estimado del mercado de los fondos soberanos era de \$1 trillón. Sin embargo, no fue hasta dos años después cuando los fondos soberanos comenzaron a popularizarse. De acuerdo con un estudio publicado por Wharton Leadership Center en 2010, una búsqueda en Google de los artículos que contienen el término "*sovereign wealth fund*" muestra que este término era prácticamente inexistente hasta el segundo trimestre de 2007.

**Gráfico 1: Frecuencia de búsqueda de "sovereign wealth fund" en Google.**



Fuente: Pastor, 2010, pag. 9.

Ya en el año 2007 el tamaño del mercado total de los fondos soberanos había alcanzado el nivel de \$3 trillones de dólares, es decir, tres veces el tamaño de 2005. A mediados de la década de 2000, el comercio mundial fue en aumento, impulsado por la subida del precio del petróleo y el de otras materias primas, especialmente en los países emergentes. Como resultado, la riqueza acumulada por los países exportadores de petróleo y emergentes llevó a enormes excedentes comerciales, que terminaron siendo excedentes presupuestarios. Con el fin de hacer uso de la liquidez que no era necesaria y evitar consecuencias macroeconómicas no deseadas, estos países decidieron invertir los excedentes de fondos públicos (Santiso, 2012). Esto explica el rápido crecimiento experimentado por los fondos soberanos durante este tiempo, así como su creciente popularidad.

El reciente interés por los fondos soberanos ha dejado poco tiempo de estudio a los investigadores; por lo tanto, no es fácil encontrar una definición común de los fondos soberanos en la literatura existente. En consecuencia, los investigadores no siempre están de acuerdo sobre los hechos básicos, tales como, el número real de los fondos soberanos o sobre la fecha de constitución del primer fondo soberano. Bernstein (2013) escribió "en función de cómo se cuentan, hay entre 40 y 70 fondos soberanos diferentes [...]" (Bernstein, 2013, página 220). Aunque la mayoría de la literatura considera al *Kuwait Investment Board* (1953) como el primer fondo soberano de todos los tiempos (Kern, 2007), algunos creen que los fondos soberanos datan de

1854, fecha en la que se fundó el Texas Permanent School Fund (Santiso, 2012). La razón principal detrás de este desacuerdo es que los fondos soberanos no se definen específicamente como organismos nacionales, por lo que a veces los fondos de origen regional que tienen una naturaleza similar a los fondos soberanos son también llamados como tal.

## 2.2. Definición y clasificación

Con el objetivo de encontrar una definición común sobre los fondos soberanos, Capapé y Guerrero (2013) estudiaron las diferentes definiciones de los fondos soberanos en la literatura internacional existente. Teniendo en cuenta la definición de Capapé y Guerrero, un fondo soberano es un vehículo de inversión de propiedad estatal que administra una cartera diversificada de activos internacionales, gestionada, por lo general, de forma independiente a otras instituciones públicas. La definición propuesta es muy generalista, pero de fácil aplicación a la mayoría de fondos soberanos.

Cada fondo soberano es único en función de su naturaleza y objetivo, pero se pueden identificar diferentes patrones de en función de la fuente de financiación y los objetivos económicos (Kunzel et al, 2011). Se pueden distinguir fondos soberanos cuyos fondos provienen de materias primas (*commodities*) y fondos soberanos cuyos fondos proceden de otras fuentes (*non commodity*). Los fondos soberanos *commodities* acumulan las reservas del producto exportado, generalmente suele ser petróleo, pero puede ser cualquier otra materia prima. Los fondos soberanos *non commodities* son creados generalmente a través de transferencias de activos de las reservas oficiales de divisas ". (Web SWF Institute, 2014)

En términos de objetivos macroeconómicos, los fondos soberanos pueden clasificarse como: fondos de estabilización fiscal, fondos de ahorro para las generaciones futuras y fondos de reserva de pensiones (Kunzel et al, 2011). Las investigaciones llevadas a cabo han demostrado que las dos variables, fuente de financiación y objetivo macroeconómico, están altamente correlacionadas. La práctica totalidad de los fondos soberanos *commodity* persiguen objetivos de estabilización fiscal y ahorro para las generaciones futuras, mientras que los *non commodity* generalmente sirven como fondos de reservas de pensiones y vehículos de inversión de las reservas. Por otra parte, la investigación mostró que las diferentes fuentes de financiación y los objetivos macroeconómicos están relacionados con la estrategia de *asset allocation* elegida por el fondo soberano.

La mayoría de los fondos soberanos tienen tres características en común, independientemente de su fuente de financiación o sus motivos macroeconómicos: a) que se financian a través de los excedentes, por lo que no se ven afectados por necesidades de liquidez; b) no tienen ninguna responsabilidad explícita adjunta, lo que significa que no tienen pasivos a corto plazo, y c) llevan a cabo estrategias de inversión a largo plazo. Estas tres características hacen que los fondos soberanos tengan menos aversión al riesgo que los inversores institucionales tradicionales (Beck, 2009), y "[...] sean capaces de tolerar la volatilidad y el riesgo de inversión mejor que cualquier otro tipo de inversor" (Bortolotti, 2012, página 24).

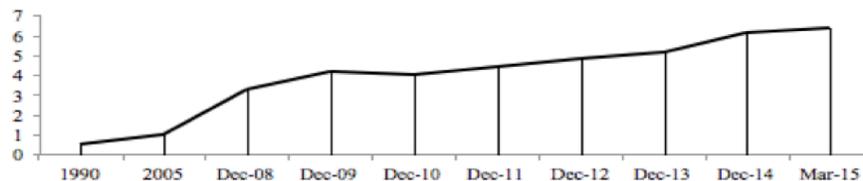
### 2.3. Los fondos soberanos hoy en día

Como he mencionado anteriormente, es difícil estimar con exactitud el número de fondos soberanos que existen a día de hoy debido a la diversa información disponible. El Sovereign Wealth Fund Institute (en adelante SWFI) cifra en 74 el número de fondos soberanos, mientras que ESADEgeo cifra 77. Un ejemplo de la diversidad de información es el desacuerdo que hay entre las dos instituciones con referencia al fondo soberano de mayor tamaño. SWFI clasifica el Norway's Government Pension Fund Global como el mayor a nivel mundial, mientras que ESADEgeo clasifica el China's State Administration of Foreign Exchange como el mayor.

Es cierto que los fondos soberanos son conocidos por su falta de transparencia, por lo tanto son necesarias estimaciones de mercado, que muchas veces carecen de precisión. Esta razón explica la discordancia entre ambas instituciones. Además también influye la metodología que se use para hacer dicha estimación.

Basándose en el ranking elaborado por el SWFI llamado "SWFs ranking", más de setenta fondos soberanos se han constituido en todo el mundo hasta la fecha. En marzo 2014 la capitalización total de mercado de estos se estimaba en \$6.364 billones (web del SWFI, 2015). Con el fin de determinar si la capitalización total de los fondos soberanos es significativa, muchos autores la han comparado con otras variables significativas como por ejemplo el Producto Interno Bruto (en adelante, PIB) de Estados Unidos o el importe total de instrumentos financieros negociados en el mercado (Rozanov, 2005). A efectos comparativos, el PIB de Estados Unidos para el primer trimestre de 2015 fue de \$ 17,149.6 millones (US Department of Economic Analysis, 2015). Esto implica que en 2015 la capitalización de los fondos soberanos fue equivalente a casi el 40% del PIB de Estados Unidos. En 2007 el valor total de mercado de los fondos soberanos fue igual al 25% del PIB de Estados Unidos de ese mismo año.

**Gráfico 2: Evolución de la capitalización de los fondos soberanos (en trillones de dólares).**



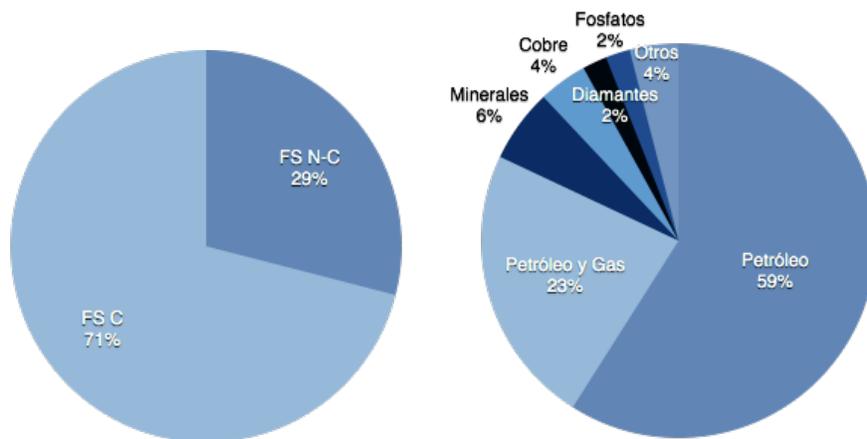
Fuente: Elaboración propia, Datos: SWFI (2015)

El valor total de los activos bajo gestión de los fondos soberanos a marzo 2015 era el doble que su valor al finales de 2007 y más de diez veces su valor en 1990. Tal como se representa en el gráfico 2, los fondos soberanos han experimentado un crecimiento relativamente estable desde 2007, con un crecimiento anual medio del 3%. Johnson predijo que el valor de mercado total de los fondos soberanos podría alcanzar a 10 trillones de dólares en 2012. La profunda crisis mundial que ha alcanzado a todos los países es el motivo por el que los fondos soberanos en 2012 habían apenas alcanzado la mitad de los niveles predichos por Johnson. A efectos informativos, durante el primer trimestre de 2009 el valor total de los fondos soberanos se contrajo un 9%.

El valor total de los fondos soberanos está altamente concentrado (Johnson, 2007): Los cinco fondos soberanos más grandes concentran más del 50% de los activos bajo gestión. En 2014 el mayor fondo soberano fue el GPF de Noruega con \$838 billones de activos bajo gestión, seguido por la Autoridad de Inversiones de Abu Dabi, con \$773 billones dólares y el SAMA Foreign Holdings de Arabia Saudí con \$ 676 billones. Todos ellos son los fondos soberanos cuyos fondos provienen del petróleo. El cuarto y quinto mayor fondo soberano son el China Investment Corporation y el SAFE Investment Corporation, ambos fondos soberanos *non commodity*. El fondo soberano más pequeño, del que hay datos disponibles, es el Ghana Petroleum Funds (en adelante, GPF). Fundado hace sólo tres años, GPF contaba en 2014 con \$70 millones de activos bajo gestión.

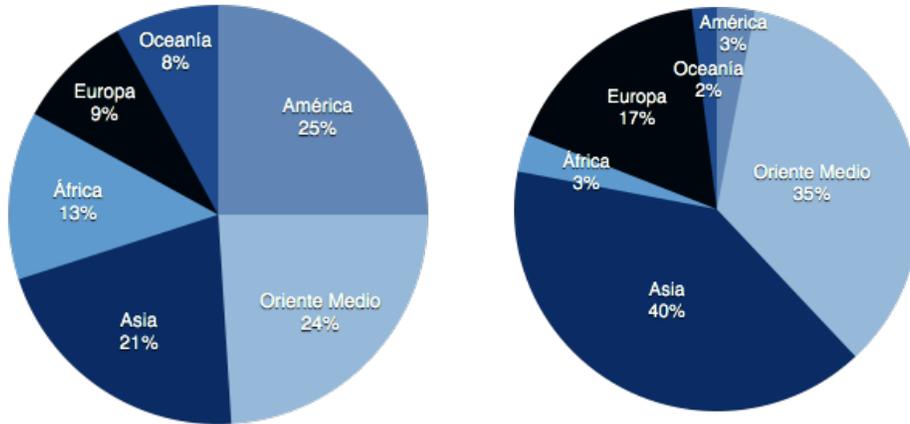
Como ya se mencionó anteriormente, los fondos soberanos se pueden clasificar en dos grupos en función de su fuente de financiación: los *commodity* (cuyos fondos provienen de los flujos excedentarios de la venta de materias primas, como el petróleo) los *non commodity*. Como se muestra en el gráfico 3a, el 71% de los fondos soberanos existentes son *commodity*, mientras que el 29% son *non commodity*. Es decir, casi tres cuartas partes de los fondos soberanos se financian a través de las reservas de exportación de materias primas. Al mismo tiempo, los fondos soberanos de materias primas se pueden subdividir en tipos de productos exportados. Como se muestra en el gráfico 3b, hay fondos soberanos que se financian exclusivamente a través del petróleo. Estos constituyen más de la mitad del total de fondos soberanos dentro de la categoría de *commodity*. Si a los fondos soberanos que se financian a través del petróleo añadimos los que se financian a través de cualquier otra materia prima, la proporción aumenta a más del 80%. Algunos ejemplos de materias primas que constituyen la fuente de fondos son los minerales o diamantes.

**Gráficos 3a y 3b: a) Izquierda, distribución de los fondos soberanos en *commodity* y *non-commodity*, C SWF y N-C SWF respectivamente. b) Derecha, distribución de los tipos de materias primas que componen los fondos soberanos *commodity*.**



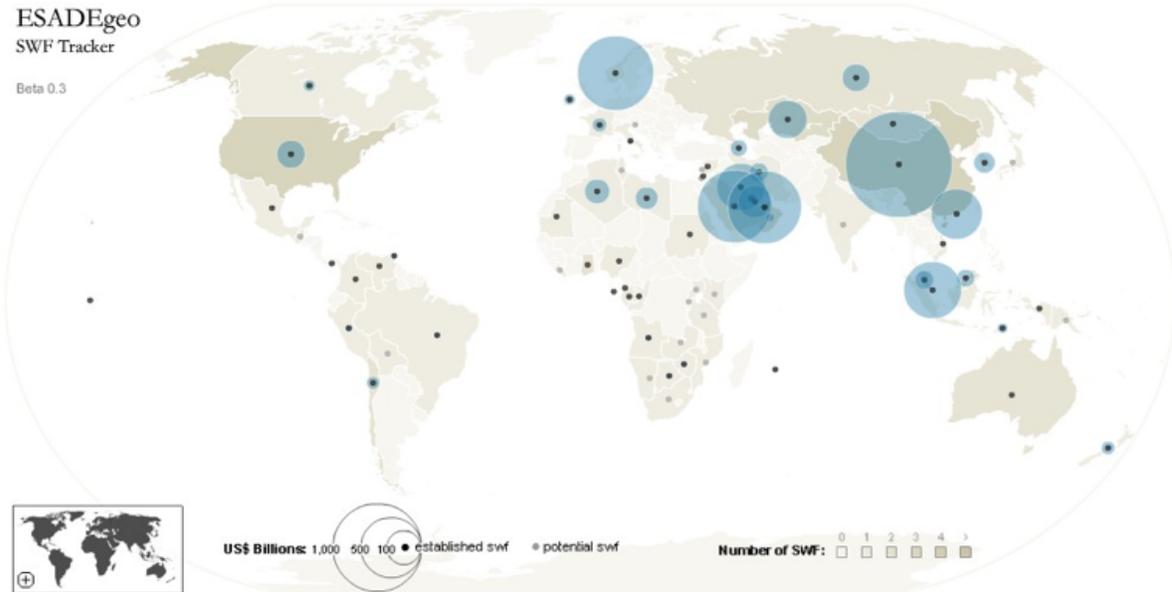
Fuente: Elaboración propia, Datos: SWFI (2015)

**Graficos 4a and 4b: a) Izquierda, distribución regional del número de fondos soberanos; b) Derecha, distribución regional por volumen de activos bajo gestión de los fondos soberanos.**



Fuente: Elaboración propia, Datos: SWFI (2015).

**Gráfico 5: Mapa mundial de los fondos soberanos por número y tamaño.**



Fuente: ESADEgeo (2015)

### **3. Fondo Soberano Noruego - "The Government Pension Fund Global"**

El fondo soberano Noruego, conocido como "The Government Pension Fund Global" (en adelante GPFG) es la mayor fondo soberano en todo el mundo. En 2015 su valor de mercado - calculado como el valor del total de los activos mantenidos bajo gestión - fue de 6.800 millones de coronas noruegas (de ahora en adelante NOK) o €778 billones. El fondo posee más del 1% de las todas las acciones existentes a nivel mundial y, de media, más de un 2% de las empresas cotizadas en Europa. Si el fondo se distribuyese entre la población noruega, cada persona recibiría NOK 1000 millones (Walt, 2014). Además, desde que el fondo recibiese su primera inyección de capital en 1996, su valor ha aumentado más de 100 veces. Tras 24 años de actividad, el GPFG o Fondo del Petróleo, como se le conoce popularmente, no sólo ha crecido de forma impresionante, si no que también ha permitido a Noruega disponer de unos presupuestos más relajados y aliviar la angustia de las generaciones futuras.

El GPFG es una herramienta de la política fiscal que está respaldada por el gobierno noruego. Su objetivo es la gestión de los ingresos que genera la venta del petróleo de Noruega en el largo plazo. Según lo establecido por el Ministerio de Hacienda, los objetivos del GPFG son "a) dar un cierto margen de maniobra al gobierno en caso de una caída de los precios del petróleo o una contracción de la economía b) para gestionar el desafío financiero que supone una población que envejece y una esperada caída de los ingresos del petróleo " (Web NBIM, 2015).

El nuevo nombre del fondo desde 2006 - inicialmente se llamó Fondo del Petrolero del Gobierno - pone de relieve su papel en el ahorro de los ingresos por parte del gobierno para financiar un aumento previsto en los costos futuros de las pensiones públicas. La primera sección de la Ley del Fondo de Pensiones del Gobierno establece que "el Fondo de Pensiones del Gobierno apoyará el ahorro del gobierno para financiar los gastos del Plan Nacional de Seguros de Pensiones [...]" (Ley del Fondo de Pensiones del Gobierno de 2011, sección 1). Sin embargo, esto no implica que el GPFG tenga en su balance pasivos por la obligación del pago de las pensiones. De hecho, no hay decisión política al respecto del uso del dinero del fondo para el pago de las pensiones por el momento.

El Gobierno Noruego no asumió esta gestión de los ingresos petroleros hasta diecinueve años después que comenzase la extracción de petróleo en Noruega. El proceso de creación del GPFG fue largo y gradual.

#### **3.1. El origen del GPFG**

El origen del GPFG se remonta a 1969. Por entonces se había descubierto petróleo en el Mar del Norte. La producción comenzó oficialmente en 1971. Ese año, el Parlamento noruego dejó muy claro que el petróleo debía de ser explotado de una forma que beneficiase a toda la sociedad noruega (Slynstad, 2013). En los años siguientes, el Ministerio de Finanzas y el Ministerio de Industria estudiaron las consecuencias económicas de convertirse en una economía rica en petróleo (Ekeli, 2011), pero no fue hasta 1983 cuando la idea de asignar los ingresos del petróleo a un fondo realmente fue lanzada. De hecho, en un principio, el Gobierno Noruego comenzó a utilizar sus ingresos del petróleo para mejorar rápidamente el bienestar de Noruega. Por ejemplo

se redujo la edad de jubilación y los impuestos. Por otro lado, esta primera aproximación a la gestión de los ingresos del petróleo tuvo algunos efectos negativos sobre la economía Noruega. Estos pueden resumirse en una mayor inflación y una depreciación de la moneda (Ekeli, 2011).

En 1983 un comité encabezado por Hermod Skånland, gobernador del Banco de Noruega (Norges Bank) desde 1985 hasta 1993, sugirió al Gobierno establecer un fondo de compensación (Slynsstad, 2013), es decir, un fondo para controlar la cotización de la corona noruega, con ingresos generados por la industria petrolera nacional, y pudiendo gastar únicamente los rendimientos reales. Sin embargo, las presiones políticas de gasto y la poca confianza del Gobierno en la capacidad de ahorro descartaron la posibilidad de establecer el fondo. En su lugar, el Comité recomendó la distribución de la riqueza petrolera a las generaciones futuras a través de la extracción lenta del petróleo (Ekeli, 2011). Sin embargo, la idea detrás del fondo, es decir, el ahorro de dinero para las generaciones futuras, se desarrolló más en la década de los 80, hasta que finalmente el gobierno aprobó la creación de dicho fondo en 1986. Cuatro años más tarde, el Parlamento Noruego aprobó la Ley del Fondo Petróleo del Gobierno y el GPGF fue constituido oficialmente.

El propósito del fondo soberano es ayudar al Gobierno Noruego a gestionar los ingresos obtenidos por la venta de petróleo en el largo plazo. La norma dictaba que “todos los ingresos públicos de las actividades del petróleo deben de ser transferidos al fondo, y el capital del fondo sólo se puede utilizar para transferencias a los presupuesto del Gobierno tras resolución favorable del Storting [Parlamento Noruego]” (Ley del Fondo de Pensiones del Gobierno, 2011). A pesar de las intenciones, el fondo inicialmente fue utilizado únicamente como una herramienta de contabilidad: los ingresos del petróleo se destinaban al fondo, y luego el gobierno retiraba la totalidad del importe para cubrir el déficit del país (Slynsstad, 2013). Sin embargo, en la década de los 90 la economía Noruega se aceleró y en 1996 el GPGF logró la primera inyección de capital real por parte del Ministerio de Hacienda. Finalmente, en 2001 se aprobó la norma presupuestaria que estableció que “el gobierno sólo podía gastar el rendimiento real obtenido del fondo, estimado en un 4 por ciento anual” (Ekeli, 2011). Esta regla se convirtió en la estrategia principal del Gobierno para la generación de riqueza soberana para el ahorro de las generaciones futuras.

### **3.2. Teoría económica tras el GPGF**

Durante los años 1970 a 1980s, Noruega llevó a cabo una agresiva política de gasto utilizando los flujos generados por el petróleo recién descubierto (Bernstein et al, 2013). Como mencioné anteriormente, el gobierno redujo la edad de jubilación y a la vez una reducción de impuestos. Se mejoró el sistema de infraestructuras y el sistema educativo del país, se estableció la atención médica gratuita a todos los residentes, se incrementó el salario mínimo, se aumentaron las subvenciones al sector agrícola y se ampliaron las políticas industriales (Ekeli et al, 2011).

El gobierno noruego gastaba los ingresos del petróleo a un ritmo acelerado con el objetivo de mejorar el bienestar general de Noruega. Sin embargo, algunas de estas políticas tuvieron un efecto boomerang. En el caso de los salarios mínimos, estos fueron excesivos en algunas industrias que no eran competitivas en un mercado globalizado (Bernstein et al, 2013). La política

de gasto agresivo también afectó a la estabilidad macroeconómica y financiera del país. Como se mencionó anteriormente, la inflación aumentó y la corona noruega se depreció. Además, el crédito creció rápidamente y la productividad se estancó (Ekeli et al, 2011). La gota que colmó el vaso fue la crisis financiera que Noruega sufrió a mediados de la década de los ochenta. La caída en los precios del petróleo del 80% que se produjo entre 1985 hasta 1988, llevó a un endurecimiento del gasto público y una contracción del crédito (Bernstein et al, 2013). El gobierno noruego emprendió una serie de reformas estructurales para resolver la crisis bancaria y una de estas reformas fue la creación de un fondo soberano (Ekeli et al, 2011).

Los países con grandes reservas de petróleo se enfrentan a varios retos en la forma de gestionar sus ingresos del petróleo de manera eficiente (Van der Ploeg, 2010). Las políticas petroleras de Noruega y las consecuencias posteriores sobre su economía demuestran. Sin embargo, Noruega fue capaz de redirigir sus esfuerzos hacia una buena gestión de los ingresos del petróleo mediante el establecimiento del GPFG.

Podemos encontrar comúnmente ciertos desafíos a los que los países exportadores de petróleo se enfrentan y vamos a estudiar cómo los fondos soberanos pueden contribuir a la solución de estos desafíos. Los cinco problemas más comunes a los que se enfrentan los países ricos en petróleo, son: a) la dependencia de los ingresos petroleros; b) la llegada repentina de la riqueza; c) la incertidumbre en los precios del petróleo y los cambios de demanda; d) ahorro para las generaciones futuras, y e) la corrupción.

En primer lugar, los países ricos en petróleo a menudo se acomodan en el crecimiento económico fácil y no logran diversificar sus flujos de riqueza entre las diferentes industrias. Como resultado, se convierten dependiente del petróleo y altamente sensible al precio del petróleo y fluctuaciones de la demanda. Un fenómeno económico que se deriva de esta situación, es la “Ressource Curse”, por la cual los países con recursos naturales crecen a un ritmo menor que en los países sin tales recursos (Frankel, 2010)<sup>1</sup>. En este sentido, los fondos soberanos son útiles para mejorar la diversificación económica en los países ricos en petróleo de dos maneras. En primer lugar, limitan la dependencia de un país de los ingresos petroleros mediante la asignación de un porcentaje importante de estos a un fondo y haciéndolos inaccesibles. En segundo lugar, permiten limitar la pérdida de competitividad de otros sectores, ya que limitan la apreciación cambiaria derivada de afluencias repentinas de fondos (Kern, 2008).

La repentina afluencia de riqueza es otro problema para los países ricos en reservas petróleo. Los flujos de dinero al principio por lo general se traducen en un fenómeno económico conocido como la enfermedad holandesa (Dutch disease). “Un signo de padecimiento de la enfermedad holandesa puede ser simplemente que el nivel de participación de la industria del petróleo represente una gran proporción del producto interno bruto” (Larsen, 2004, página 12). Los fondos soberanos puede prevenir la enfermedad holandesa captando esos fondos para no gastarlos e invertirlos en el extranjero, en lugar de gastar estos ingresos en el país de origen (Ekeli et al, 2011).

---

<sup>1</sup> Por ejemplo, cuando los precios del petróleo se desplomaron a mediados de la década de los ochenta, las rentas del petróleo cayeron del 9,8% del PIB al 3,7% en sólo dos años.

Un tercer problema que enfrentan estos países es la volatilidad de las reservas de petróleo, en concreto los precios y el rendimiento condicionados a la cotización futura del petróleo. Esto se traduce en flujos inciertos, y difíciles de cuantificar. Para evitar la incertidumbre y la inestabilidad, los países ricos en reservas petróleo tienen que encontrar una manera de transformar estos ingresos volátiles en una forma de consumo moderado (Ekeli et al, 2011). Noruega ha logrado hacerlo al eliminar los ingresos petroleros del presupuesto general del gobierno y limitando el gasto de los ingresos del petróleo a un porcentaje anual constante. Lo primero es posible gracias a la creación de un del fondo soberano mientras que lo segundo se lleva a cabo a través de la regla de gasto del 4%.

Además, debido a la naturaleza no infinita de los ingresos del petróleo, los países ricos en petróleo necesitan poner en marcha un mecanismo que les permita distribuir la riqueza petrolera de manera uniforme entre las generaciones actuales y futuras (Van der Ploeg, 2010). Como se mencionó anteriormente, el primer enfoque de la política de Noruega fue la extracción lenta del petróleo. Sin embargo, esta política sola no era suficiente.

Por último, pero no menos importante, la corrupción es una consecuencia nociva de la abundante riqueza en los países con reservas de petróleo. Aunque los países africanos ricos en petróleo son el ejemplo típico de este problema (Lawson-Remer, 2012), Noruega también sufrió corrupción en el gobierno en los años 1970 y 1980. Muchos de los proyectos de inversión financiados con ingresos petroleros durante ese tiempo fueron a personas cercanas a los parlamentarios y burócratas (Bernstein et al, 2013). Una vez más, los fondos soberanos también puede reducir el riesgo de dar a los ingresos del petróleo un uso corrupto o imprudente.

Uno de los objetivos de esta sección era explicar cómo los fondos soberanos podrían resolver los problemas relacionados con la gestión de los ingresos del petróleo en las economías ricas en petróleo. Otro objetivo de esta sección era demostrar que, si bien Noruega ha experimentado la mayoría de estos problemas, ha conseguido resolverlos principalmente a través de la creación del GPF. Sin embargo, Ekely y Sy (2011) hacen hincapié en el hecho de que el éxito de Noruega no sólo proviene de su fondo soberano. En cambio, sugieren que el éxito de Noruega es el resultado varias medidas mas. Para ello es importante entender la gestión que ha llevado a cabo Noruega de los ingresos del petróleo, mediante el estudio de su política fiscal y la gestión de la inversión pública (Hamilton et al, 2011).

### **3.3. La estrategia de inversión de GPF**

El objetivo de inversión del GPF es el mismo que para cualquier otro inversor: lograr la mayor rentabilidad posible. La estrategia de inversión de la GPF se basa en este principio, pero también responde a dos exigencias del Ministerio de Hacienda: horizonte temporal a largo plazo y estrategia de diversificación de cartera. Especialmente importante es la perspectiva a largo plazo dado el objetivo de fondo. Esta característica del fondo hace que sea posible soportar períodos de gran volatilidad mejor que otros inversores.

En cuanto a la diversificación, el GPFPG puede invertir prácticamente en cualquier activo, salvo dos excepciones: activos noruegos<sup>2</sup> e infraestructura. La razón por la que el gobierno impuso esta restricción fue para evitar el sobrecalentamiento de la economía noruega y para protegerla de los efectos negativos de las posibles fluctuaciones de los precios del petróleo. En relación con la segunda restricción, Norges Bank decidió en 2007 tratar de forma separada los activos inmobiliarios y estructuras, dando prioridad al inmobiliario sobre infraestructura. Infraestructura es una clase de activo que todavía no está incluido en la cartera del GPFPG.

Desde la constitución del GPFPG, su estrategia de inversión se ha ido moldeando. Hasta 1997 la cartera del GPFPG estaba constituida exclusivamente por bonos de gobiernos de economías desarrolladas. En 1997 se aprobó que la composición de la cartera podía contener acciones, estas no podían representar más de un 40% del volumen total de las inversiones. En 2002 se aprobó la compra de bonos corporativos y titulizaciones, estos activos entran dentro de la categoría de renta fija, a la que se destina un 60% del total de las inversiones. En 2007 la composición de la cartera era 60% renta fija y 40% renta variable. Ese mismo año se aprobó la inversión en empresas pequeñas. En el 2008 se aprobó la inversión en activos inmobiliarios, pudiendo destinar a estos activos un 5% del total de las inversiones. Finalmente, en 2010 el máximo del 5% en activos inmobiliarios se eliminó y estos activos pasaron a formar parte del límite de 60% de renta fija.

En cuanto a la asignación regional, no fue hasta 2008 cuando se aprobó la inversión en activos de países emergentes.

Otro punto importante relativo a la estrategia de inversión del GPFPG son las normas éticas que se aprobaron en 2004. El objetivo es asegurar que las inversiones del GPFPG sean responsables y que estas tengan un impacto positivo en el largo plazo. Estas pautas éticas introdujeron dos requisitos: el ejercicio de los derechos de los accionistas y la exclusión de las empresas no éticas de la cartera.

El Gobierno Corporativo de la Junta Consultiva, que actúa en virtud de los principios reconocidos internacionalmente, como son los Principios para la Inversión Responsable de la ONU o las Directrices de la OCDE para el Gobierno Corporativo y las empresas multinacionales, supervisa el cumplimiento del ejercicio de los derechos de los accionistas. El Ministerio de Finanzas, basándose en el dictamen del Consejo de Ética, supervisa la inversión ética, descartando inversiones en aquellas empresas que no cumplan los estándares éticos. Los puntos más destacados de los mencionados anteriormente se pueden dividir en dos áreas de acción: a) ejercicio de los derechos de los accionistas: responsabilidades de la junta, mercados eficientes, cambio climático, gestión del agua y derechos de los niños, y b) exclusión de las empresas no éticas: fabricantes de armas, productores de tabaco y empresas de comportamiento poco ético (Myklebust, 2010).

---

<sup>2</sup> Los activos noruegos incluyen cualquier tipo de instrumento financiero emitido por una empresa o institución (pública o privada) denominados en coronas noruegas, activos inmobiliarios en Noruega, cedulas hipotecarias garantizadas con activos inmobiliarios noruegos etc.

En 2014 el GPFM diversificó su cartera valorada en NOK 5.038 entre 82 países, 10 industrias, más de 9.000 proyectos y tres tipos de activos: acciones, renta fija y activos inmobiliarios. El GPFM distribuye sus fondos principalmente entre Europa y América del Norte. Ambos continentes acaparan el 46% y el 33% de las inversiones del fondo respectivamente. Asia recibió el 15% de las inversiones del fondo, Oceanía 2,3%, Organizaciones Internacionales, como por ejemplo la Comisión Europea el 1%, y África el 0,7%.

Las inversiones en acciones tenían un valor de mercado de NOK 3.107 billones, las inversiones de renta fija de NOK 1.879 billones y los activos inmobiliarios de NOK 52 billones. Esto representa respectivamente un 62%, 37% y 1% respectivamente (web NBIM, 2015). Como muestra la tabla 1a, Norges Bank ha invertido en más de 8.000 empresas a través de la compra de acciones, con una inversión media de NOK 381 millones por inversión. Sin embargo, cada empresa europea recibe una inversión media de NOK 778 millones, mientras que las empresas africanas reciben de media una inversión de NOK 121 millones cada una.

Las industrias más populares para las inversiones en 2014 fueron la financiera, industrial y bienes de consumo, con un 24%, 14% y 14% del total de la inversión respectivamente. Como se muestra en el cuadro 1b, Norges Bank invirtió en 1.059 proyectos de renta fija con una media de NOK 1.774 millones por operación. Curiosamente, las inversiones en África fueron mayores que la media (NOK 3.979 millones), mientras que los proyectos europeos recibieron NOK 1.827 millones de media. Por último, en cuanto a los activos inmobiliarios, Norges Bank invirtió en siete proyectos europeos y tres proyectos en Estados Unidos. Las siete inversiones inmobiliarias europeas - principalmente en Francia, Alemania e Inglaterra - ascienden a más del 80% de la inversión total en el sector inmobiliario. Tabla 1c muestra la distribución regional de las tenencias del GPFM en el sector inmobiliario.

**Tabla 1a<sup>3</sup>: Renta Variable en cartera en 2014**

Continente	Inversión Total (billones NOK)	% Total	Número Empresas	Media Inversión/Empresa (millones NOK)
África	21.31	0.7%	176	121.10
Asia	504.88	16.1%	3262	154.77
Oceanía	63.99	2.0%	294	217.67
Europa	1,492.14	47.7%	1918	777.97
América del Norte	988.91	31.6%	2296	430.71
América del Sur	58.82	1.9%	266	221.15
Total	3,130.07	100.0%	8212	381.16

Fuente: Elaboración propia, Web NBIM (2015)

<sup>3</sup> Los valores de las inversiones totales en los gráficos difieren ligeramente de los valores publicados por NBIM. Es posible que debido a la gran cantidad de datos, haya algún error en el cálculo. También es posible que los valores publicados por el GPFM se hayan ajustado a través, por ejemplo, de los tipos de cambio.

**Tabla 1b: Renta Fija en cartera en 2014**

Continente	Inversión Total (billones NOK)	% total	Número Proyectos	Media Inversión/Proyecto (millones NOK)
África	11.94	0.6%	3	3.98
Asia	257.64	13.7%	71	3.63
Oceanía	48.73	2.6%	31	1.57
Europa	772.65	41.1%	423	1.83
Inter. Inst.	47.86	2.5%	15	3.19
América del Norte	663.35	35.3%	491	1.35
América del Sur	76.91	4.1%	25	3.08
Total	1,879.08	100.0%	1059	1.77

Fuente: Elaboración propia, Web NBIM (2015)

**Tabla 1c: Activos inmobiliarios en cartera en 2014**

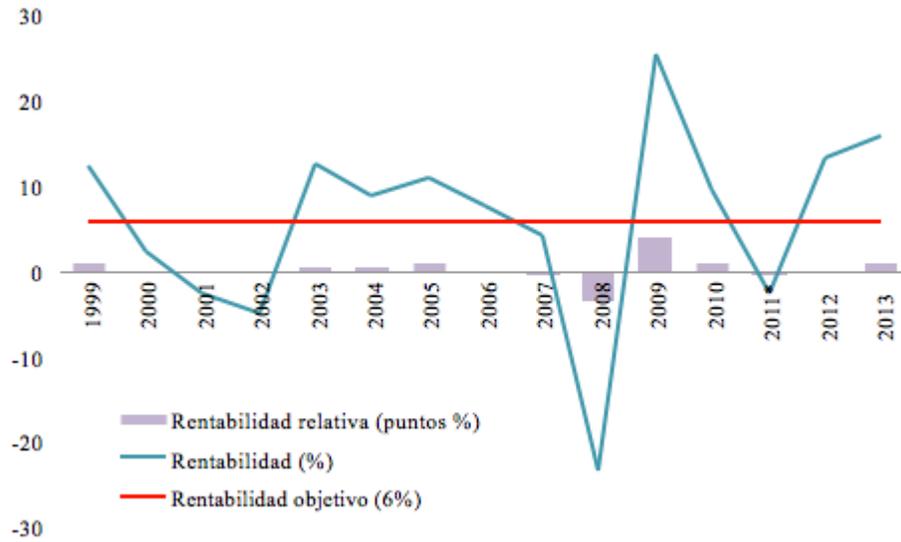
Localización	Inversión Total (billones NOK)	% total	Número Proyectos	Media Inversión/Proyecto (millones NOK)
Proyect. Europeos	16.68	32.8%	2	8.34
Francia	9.58	18.8%	2	4.79
Alemania	4.00	7.8%	1	4.00
Reino Unido	11.10	21.8%	2	5.55
América del Norte	9.58	18.8%	3	3.19
Total	50.95	100,0%	10	5.095

Fuente: Elaboración propia, Web NBIM (2015)

El fondo generó una rentabilidad nominal anual de 5,7% entre el 1 de enero de 1998 y el 30 de diciembre de 2014. Si se descuentan los gastos de gestión y de la inflación, la rentabilidad anual habría sido del 3,6%. Como se muestra en el gráfico 8, a partir de 1998 la rentabilidad del GPFG ha sido más volátil. Cabe mencionar la rentabilidad negativa del fondo en 2008, siendo esta del -23,31%, mientras que en el 2009 la rentabilidad fue del 25,62%. Sin embargo, el Norges Bank siempre ha logrado superar las expectativas en términos de rentabilidad del fondo, a excepción de 2008 y 2011. En 2014 la rentabilidad de las inversiones fue de 7,58%. La rentabilidad de las inversiones de renta variable fue del 7,9%, la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias fue del 10,42%, y la rentabilidad de las inversiones en renta fija fue del 6,88%

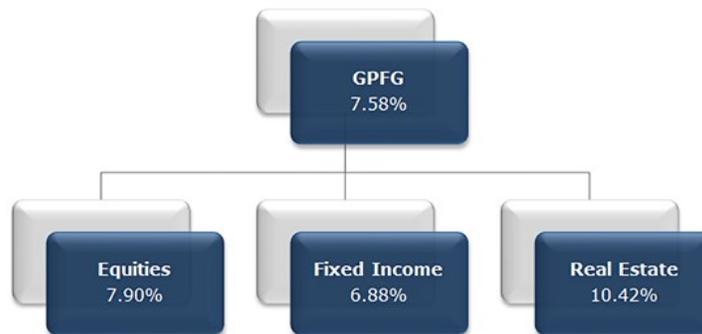
De acuerdo con el modelo actual utilizado por el Ministerio de Hacienda para calcular la rentabilidad, el GPFG debe generar una rentabilidad nominal del 6% con el fin de lograr el retorno del 4% que el gobierno puede utilizar para equilibrar su presupuesto (Bloomberg, 2014). En 2014 rentabilidad nominal superó el 5%. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, rentabilidad neta anual desde la creación del fondo hasta el año 2013 ha sido del 3,6%, 0,4 puntos porcentuales por debajo del objetivo de rentabilidad del 4%.

**Grafico 6a: Rentabilidad del GPFG desde 1999 a 2013**



Fuente: Web NBIM (2014)

**Grafico 6b: Rentabilidad del GPFG's en 2014 por área de inversión**



Fuente: Web NBIM (2015)

#### 4. Literatura sobre los determinantes de las inversiones

El primer paso en el estudio de los determinantes macroeconómicos de las decisiones de inversión del GPFG es la investigación sobre la información ya existente sobre este tema. Tras un primer análisis, varios autores ya han escrito sobre los determinantes de las inversiones de los fondos soberanos. Sin embargo, la mayoría de estos artículos se centran en los determinantes políticos, en lugar de las variables macroeconómicas.

A mediados de la década de 2000, se publicaron varios artículos con el objetivo de determinar los factores que motivan las decisiones de inversión de los fondos soberanos. El objetivo principal era averiguar si los fondos soberanos se comportan como maximizadores de las inversiones, o si estos fondos soberanos invertían reflejando los intereses políticos del país de origen. Esta última teoría se basa en que los gobiernos hacen uso de los fondos soberanos para ganar poder sobre activos estratégicos en el extranjero (Kern, 2008). En consecuencia, la mayoría de los artículos se centran en el análisis de las relaciones políticas y la cercanía entre el país de origen y los países receptores de fondos.

Los fondos soberanos buscan adquisiciones estratégicas en el extranjero, de esta forma pueden acceder rápidamente a activos valiosos para sus economías. Este es la teoría defendida por Lyons (2007). Estos activos comprenden no solo materias primas, si no también otros como la propiedad intelectual o la investigación. Son estratégicas porque son actividades que requieren de mucho tiempo para ser desarrolladas, lo que sugiere que los intereses estratégicos son el principal motor de las decisiones de inversión de fondos soberanos.

Otro motivo de inversión es de afinidad de religiones. A este respecto, Chhaochharia et al (2008) encontraron que algunos fondos soberanos tienden a invertir en los países que comparten misma religión y cultura que el país de origen. Según los autores, sugieren que estos fondos soberanos no tiene como objetivo maximizar las ganancias. Otra teoría es la de Balding (2008) que encontró que los fondos soberanos inviertan principalmente en países de origen y en países limítrofes, y lo restante en países lejanos para diversificar el riesgo. Los resultados de la investigación de Balding demostraron que los fondos soberanos actúan como inversores racionales.

Knill et al (2009) reafirmaron que las estrategias de inversión de fondos soberanos “están realmente motivadas en parte por efectos no financieros”. Según Knill et al, los fondos soberanos prefieren invertir en países con los que tienen vínculos comerciales mas débiles. Según los autores esto se puede deber a que se pretende mejorar las relaciones comerciales con esos países. Bernstein et al (2009) mostraron que los fondos soberanos en los que los políticos están involucrados, tienen una probabilidad mucho mayor de invertir en el país de origen. Su investigación también determinó que los gobiernos son mas propensos a invertir en su propio país cuando los precios de la renta variable son superiores a los de esta en el extranjero. En este sentido, Bernstein et al sugirieron que existe la posibilidad de que los fondos soberanos estén influenciados por intereses políticos. Fernandes (2009) encontró que los fondos soberanos que tienden a invertir en países que tienen normas estrictas de protección del inversor e instituciones eficientes. Fernandes descartó la idea de que los fondos soberanos se comportan como inversores políticos.

Johan et al (2011) añadió que contrariamente a los inversores racionales y a los hallazgos de Fernandes, los fondos soberanos tienden a invertir en países con baja protección de los inversores. Según los autores, esto se debe a que los fondos soberanos pueden tratar de aprovecharse de la una laxa protección del inversor para cumplir objetivos políticos, si así lo requiere. Candelon et al (2011) encontraron que la estabilidad del tipo de cambio es un determinante principal de la inversión en economías desarrolladas, mientras que los factores institucionales son más importante a la hora de invertir en países en desarrollo. Contrariamente a los otros autores, Candelon et al demuestran que las decisiones de inversión dependen de factores macroeconómicos, aunque estas se ven igualmente afectadas por factores políticos.

Por último, una alta protección del inversor es un factor clave determinante a la hora de atraer inversiones. Así lo exponen Megginson et al (2013). Los mercados de capitales desempeñan un papel muy importante y cuanto mas desarrollados estén mas fondos son capaces de atraer.

Con excepción de los dos últimos artículos, la literatura revisada no contribuye demasiado al análisis del impacto de las variables macroeconómicas en las decisiones de inversión de los fondos soberanos. Además, la mayoría de los trabajos revisados no estudiar un SWF específico. En su lugar estudian un amplio abanico de fondos soberanos, para los que muchas veces no hay suficiente información publicada para llegar a dichas conclusiones. El GPFG tienen características específicas, ya que es el más grande y más transparente de todos los fondos soberanos, y está considerado como el menos políticamente influido a la hora de tomar decisiones de inversión. Por lo tanto, se espera encontrar diferencias entre las decisiones de inversión.

En este sentido, Balding encontró que, a diferencia del resto de fondos soberanos, el GPFG no invierte predominantemente en el mercado nacional. Caner et al (2013) estudiaron los determinantes de las decisiones de inversión internacionales específicas del GPFG. Demostraron que el PIB per cápita del país receptor es el determinante macroeconómico más importante a la hora de invertir por parte del GPFG.

## **5. Proceso de selección de los determinantes económicos a nivel de país**

Una vez revisada la literatura existente, el siguiente paso es decidir qué variables macroeconómicas van a ser analizadas como posibles factores determinantes de la inversión del GPFG. A continuación se describe los criterios utilizados para la selección de variables macroeconómicas, que van a ser analizadas como posibles factores determinantes de las decisiones de inversión internacional del GPFG.

En primer lugar, he recogido todas las variables económicas en los países utilizados en la literatura mencionados arriba. Aunque la mayoría de los autores se centran en variables políticas, estos también analizan variables macroeconómicas para comparar la fuerza de correlación entre ambos tipos de variables y las decisiones de inversión de los fondos soberanos internacionales. Mientras que la literatura mas general proporciona información útil sobre los determinantes de las inversiones, el hecho de que los fondos soberanos sean únicos - de gestión pública y altamente tolerante al riesgo - sugiere que este tipo de literatura es capaz de explicar adecuadamente las características de inversión de los fondos soberanos. En segundo lugar, estudié características específicas de inversión del GPFG para identificar otros indicadores económicos, que no han sido estudiados en la literatura revisada, pero son importantes para las decisiones de inversión internacionales del GPFG.

Tras este proceso de análisis, se identificaron once variables como posibles factores determinantes de la estrategia de inversión internacional del GPFG: el PIB per cápita, el crecimiento del PIB, la inflación medida (medida por el Índice de Precios al Consumo), la deuda pública, el índice de percepción de la corrupción, la apertura comercial, la capitalización de mercado de las sociedades cotizadas, el índice de rotación de acciones negociadas, el índice de protección del inversor, el impuesto sobre sociedades, y el comercio medido a través de las exportaciones.

### **5.1. Los indicadores económicos a nivel de país en la literatura existente**

En primer lugar analicé el artículo académico que tenía el enfoque más cercano a mi trabajo, que es el escrito por Caner et al (2011) sobre los determinantes económicos de las inversiones del GPFG. Luego analicé otros dos artículos académicos, que también estudian los determinantes económicos, pero no se centran en el GPFG exclusivamente. Estos dos artículos son los escritos por Megginson et al (2013), y Candelon et al (2011). Tras un análisis de los artículos anteriormente mencionados, hice una criba para seleccionar las variables macroeconómicas más relevantes.

Caner et al (2011) estudian el PIB per cápita como el principal determinante macroeconómico de las decisiones de inversión del GPFG. También se tienen en cuenta otros indicadores macroeconómicos como variables de control. Estas variables de control son: restricciones a los flujos de capital, controles de capital<sup>4</sup> (compuesto por cuatro variables: regímenes cambiarios, restricciones de pago en las transacciones corrientes y transacciones de capital, y requisitos de

---

<sup>4</sup> Controles de capital hace referencia a cualquier medida adoptada por un país para limitar el flujo de capital extranjero hacia o desde la economía doméstica.

repatriación), índice de incentivo al foreign direct investment (FDI en adelante), capitalización de mercado en relación con el PIB, impuesto sobre sociedades y un índice de apertura comercial.

Meggison et al (2013) estudian tres características de las economías de los países de destino, lo que podría explicar las decisiones de inversión de fondos soberanos internacionales: entorno económico, el nivel de desarrollo del mercado de capitales y la protección de los inversores. La primera característica se mide a través del PIB per cápita, el crecimiento del PIB, el comercio con respecto al PIB, y la pertenencia a la OCDE. La segunda característica se mide a través de la capitalización de mercado con respecto al PIB, el volumen de transacciones que se producen en el mercado, y un indicador para referenciado a la principal bolsa de valores. La tercera característica se mide a través de las leyes del uso de información privilegiada y las condenas asociadas a esta. Además, también utiliza el comercio bilateral como un indicador del grado de vinculación entre el inversor y los países receptores.

Candelon et al (2011) estudian una serie de indicadores, cinco de los cuales procedían de la International Country Risk Guide (de ahora en adelante ICRG)<sup>5</sup> y uno de Morgan Stanley Capital International (MSCI de ahora en adelante). Los indicadores son: el PIB per cápita, la estabilidad del gobierno, la estabilidad del tipo de cambio, el precio del petróleo, si el país es democrático o no, el rendimiento del índice MSCI World y una variable que hace referencia la crisis financiera del 2007-2009.

Chhaochharia et al (2008) estudia, entre otras variables la cercanía del comercio, la capitalización de mercado con respecto al PIB, la eficacia jurídica, el riesgo de expropiación, las normas contables y el PIB per cápita. Knill et al (2009) incluyen en su análisis: el PIB per cápita, el crecimiento del PIB, la capitalización de mercado, el FDI neto, el comercio con respecto al PIB, y otras dos variables (miembro de WTO y otra que mide si el país en cuestión es un importante socio comercial con el país inversor país). Fernandes (2009) utiliza el PIB per cápita, el índice anti-self<sup>6</sup> y la capitalización de mercado con respecto al PIB. Por último, Johan et al (2011) estudian una variable macroeconómica, que es la protección del inversor (compuesto por el índice de anti-self, disponibilidad de información pública contable, y restricciones al FDI).

## 5.2. Características de inversión de la GPFG

Esta sección tiene como objetivo proporcionar información publicada por NBIM, con el fin de estudiar la necesidad de analizar variables macroeconómicas adicionales, distintas a las analizadas en la literatura revisada. Como explico más adelante, el análisis de esta información reveló la necesidad de añadir una variable macroeconómica adicional para el análisis de los determinantes de la inversión por parte del GPFG.

---

<sup>5</sup> El método de ICRG utiliza aproximadamente 30 variables para comprobar el riesgo político, financiero, y económico de 140 países.

<sup>6</sup> El índice anti-self dealing es una medida de la protección de los inversores minoritarios contra acciones de los accionistas mayoritarios (S. Djankov, 2008)

En primer lugar, la GPFG tiene tres tipos de activos: renta variable, renta fija y activos inmobiliarios. Debido a que la cartera de activos inmobiliarios está muy concentrada en términos de distribución regional, he decidido no estudiar los determinantes de las inversiones internacionales del GPFG en el sector inmobiliario. En este sentido, las variables seleccionadas tendrán que explicar las decisiones de inversión para las otras dos clases de activos: la renta variable y la renta fija. Sin embargo, la gran mayoría de la literatura revisada analiza únicamente la inversión en renta variable y no la inversión en renta fija. El GPFG clasifica sus inversiones de renta fija en dos grupos: bonos de gobiernos (70% de la cartera de renta fija) y bonos corporativos (30% de la cartera de renta fija). Con el fin de simplificar el análisis, se asume que la inversión internacional en bonos corporativos se comporta como las decisiones de inversión de renta variable. Por lo tanto, el objetivo de esta sección es averiguar si la inversión en deuda soberana se puede explicar por las variables vistas anteriormente en la sección anterior o si se precisa de más indicadores o variables.

El Mandato de Gestión del GPFG describe en la sección 3-2 cómo el índice de referencia para la cartera de renta fija influye sobre la distribución regional de la inversión y el peso que se le asigna a cada uno de los países. Básicamente, NBIM utiliza el peso del PIB de cada país medido por Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index. La literatura revisada ya incluye el PIB per cápita, por lo que esta variable no es nueva para el análisis. En la sección 3-5 del Mandato de Gestión, el Ministerio de Finanzas aclara que el NBIM tendrá que tener en cuenta la estructura fiscal de cada país para la estructuración de la cartera de renta fija. La literatura revisada no incluye ninguna medida de estructura fiscal (únicamente se hace referencia al impuesto de sociedades), por lo que he añadido una nueva variable, que representa este aspecto macroeconómico, deuda pública con respecto al PIB publicado por la CIA (Central Intelligence Agency)<sup>7</sup>.

### **5.3. Definición y fuentes de los determinantes macroeconómicos seleccionados**

Con base en el análisis anterior, se describen a continuación las variables macroeconómicas que se han seleccionado como determinantes de inversión del GPFG. A continuación se detalla la definición y la influencia esperada de estas en las decisiones de inversión del GPFG.

1. PIB per Cápita (en US\$): El indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial (World Bank). Siguiendo las conclusiones de Caner et al (2011), se espera que las inversiones se relacionan positivamente con el PIB per cápita o ingreso per cápita de los países receptores de inversión, es decir, cuanto mayor es el PIB per cápita de un país, mayor es la cantidad invertida en ese país .

2. El Crecimiento del PIB (% anual): Este indicador se obtiene de la base del Banco Mundial (World Bank). Cabe esperar que las inversiones estén negativamente relacionadas al crecimiento del PIB. Esto se deriva del hecho de que el GPFG tiene una clara preferencia por la inversión en las economías desarrolladas, que por lo general cuentan con tasas de crecimiento del PIB más

bajas que los países emergentes. Así, a mayor tasa de crecimiento del PIB de un país, menor será la inversión realizada en ese país.

3. La Inflación, Índice de Precios al Consumo (% anual): El indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial (World Bank). La inflación es un indicador típico utilizado en el estudio de los determinantes de la inversión, ya que determina el riesgo de pérdida de valor de un activo en el corto plazo. En este sentido, cuanto mayor sea la inflación en un país, menor será la inversión destinada a ese país. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, el GPFG normalmente mantiene la misma inversión durante un largo periodo de tiempo, por lo que se espera que la inflación no influya significativamente en las decisiones de inversión del GPFG.

4. Deuda Pública (% del PIB): El indicador se obtiene de la web de la CIA - World Factbook. Como se explica en el apartado anterior, el Norges Bank debe tener en cuenta la salud fiscal al tomar decisiones de inversión relativas a renta fija, como los bonos del gobierno. Por ello, parece lógico esperar que haya una relación negativa entre la inversión y el nivel de deuda pública de un país.

5. Índice de Percepción de la Corrupción: El índice de percepción de la corrupción clasifica a los países en base a lo corrupto que se percibe su sector público. Cada país puntúa en una escala de 0 a 100, donde 0 significa que el país se percibe como altamente corrupto y 100 significa que se percibe como poco corrupto. El indicador se obtiene de Transparencia Internacional (Transparency International). Medir la corrupción es un paso típico en el análisis de riesgo a la hora de llevar a cabo inversiones financieras en un país. Un alto grado de corrupción puede afectar negativamente a la economía del país y por lo tanto a las inversiones, por ello cabe esperar una relación negativa con la corrupción. Sin embargo, el índice de percepción de la corrupción puntúa con nota alta a los países con niveles muy bajos de corrupción, por lo que las inversiones deberían tener una relación positiva con el índice.

6. Apertura al Comercio Exterior (% del PIB): La apertura al comercio exterior tiene en cuenta importaciones, exportaciones y suma / media de las exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB nominal. La media de las importaciones y exportaciones dan una idea clara del tamaño del comercio internacional (UNCTAD, 2015). El indicador se obtiene de UNCTADstat. El índice de apertura al comercio exterior de un país refleja el grado de desarrollo del marco legal del país para las transacciones internacionales. En este sentido, cuanto más desarrollado esté el marco legal en un país, más segura será la inversión en ese país. Por lo tanto, se espera que las inversiones estén relacionadas positivamente con el grado de apertura del comercio exterior del país.

7. La Capitalización de Mercado de las Sociedades Cotizadas (% del PIB) "La capitalización de mercado es el número de acciones en circulación multiplicado por el precio de cotización. Las empresas nacionales cotizadas son las empresas constituidas en el país de origen que cotizan en la bolsas de valores de ese mismo país. Las sociedades cotizadas no incluyen sociedades de inversión, fondos de inversión u otros vehículos de inversión colectiva" (World Bank, 2015). El indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial (World Bank). Una mayor capitalización de mercado es el resultado de un mercado de capitales más desarrollado. Por lo tanto, cabe esperar que las inversiones estén positivamente relacionada con este indicador.

Además, el GPFGB sólo adquiere participaciones en sociedades cotizadas, por lo que se espera que este indicador esté fuertemente relacionado con las inversiones.

8. Acciones Negociadas, Índice de rotación (%): "Es montante total del valor de las acciones negociadas durante un período dividido por la capitalización de mercado promedio para el período. La capitalización media del mercado se calcula como el promedio de los valores al final de su período para el período actual y el período anterior". (World Bank, 2015). Este indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial (World Bank). Un mayor volumen acciones negociadas es sinónimo de un mercado de capitales más desarrollado. Por ello, se espera que las inversiones estén positivamente relacionada con este indicador.

9. Índice de Protección del Inversor: "Mide el grado de protección de los accionistas minoritarios contra actos indebidos de los accionistas mayoritarios. El indicador distingue tres dimensiones de protección de los inversores: la transparencia de las transacciones con terceros, responsabilidades de los directivos y capacidad de los accionistas para demandar y defender sus derechos". (World Bank, 2015). El indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial (World Bank). En cuanto a la protección de los inversores, con la literatura revisada se ha llegado a conclusiones opuestas. Por ejemplo, mientras que Fernandes (2009) encontró una fuerte protección de los inversores que se relaciona positivamente con las inversiones de fondos soberanos, Johan et al (2011) concluyeron lo contrario. Cabe esperar, que una fuerte protección de los inversores estuviese positivamente relacionado con un mayor nivel de inversión. Esto puede ser cierto en caso del GPFGB que adquiere siempre porcentajes minoritarios y por lo tanto espera una mayor protección, pero no es el caso de todos los fondos soberanos.

10. Impuesto sobre Sociedades: "Es un impuesto que grava el beneficio de una empresa. Este toma diferentes valores según el país y el nivel de beneficio. El impuestos de sociedades tiene carácter anual y grava los beneficios de ese periodo (año fiscal). El indicador se ha obtenido de KPMG. Cuanto más alto sea el nivel del Impuesto sobre Sociedades en un país, menor será el beneficio neto obtenido por las empresas en ese país, y por lo tanto menor dividendos para los accionistas. En este sentido, se espera que las inversiones del GPFGB estén relacionadas negativamente con el Impuesto sobre Sociedades. Es decir, a mayor Impuesto sobre Sociedades, menor debería ser la inversión del GPFGB.

11. Valor de las Exportaciones (k US\$): Son las exportaciones anuales de Noruega a todos los demás países. El valor de las exportaciones representa el grado de asociación entre Noruega y todos los demás países. El indicador se obtiene de la base de datos del Banco Mundial Soluciones del Comercio Mundial Integrado (World Bank World Integrated Trade Solution). Lyons encontró en 2007 que el patrón de inversión del GPFGB refleja ampliamente la estructura de las importaciones de Noruega (pero con un enfoque acentuado en Estados Unidos), por lo que cabe esperar encontrar una relación positiva entre la inversión y el grado de asociación entre Noruega y su socios comerciales.

## **6. El papel estratégico de los fondos soberanos**

Anteriormente ya he hablado de los distintos tipos de fondos que existen según de donde provengan los flujos. Especialmente importantes son los fondos cuyos flujos provienen de la venta de petróleo, como es el caso del fondo soberano Noruego. Todos los fondos tienen una estrategia definida, ya sea de redistribución de la riqueza de los ingresos del petróleo, asegurar un bienestar económico a las generaciones futuras... Como también he mencionado, los fondos soberanos son vehículos muy opacos, para los que es muy difícil encontrar información en cuanto a las inversiones que llevan a cabo o el volumen de activos que tienen bajo gestión. El fondo soberano Noruego es de los pocos fondos que publica tanta información sobre las inversiones llevadas a cabo.

Estos fondos soberanos son instrumentos muy poderosos, debido al gran volumen de activos que gestionan, por eso saber la estrategia que sigue cada fondo es esencial para entender sus inversiones. No todos los fondos soberanos persiguen lo mismo y por esa razón, no todos invierten igual los fondos. Como mencionaba anteriormente también, el FONDO SOBERANO Noruego invierte únicamente en el extranjero y tiene totalmente prohibido invertir por ejemplo en bonos públicos del Estado Noruega y bonos privados de cualquier empresa Noruega. Daniel W. Drezner hace referencia a este problema regulatorio en su artículo, en el que dice: “El problema con los fondos soberanos es que, en la mayoría de los casos, no hay vigilancia de contraparte. En el mejor de los casos, como Noruega, los parlamentos elegidos democráticamente deben aprobar los cambios en las estrategias de inversión.” (Daniel W. Drezner, 2008). La falta de transparencia es problemática debido al tamaño y a la soberanía de estos vehículos de inversión.

Por lo tanto, los fondos soberanos pueden tener intereses políticos y/o económicos que condicionen sus inversiones. A continuación voy a estudiar mas en detalle estos aspectos poniendo algunos ejemplos.

### **6.1. El papel estratégico de los fondos de inversión**

Uno de los problemas éticos que plantean los fondos soberanos debido a la gran cantidad de dinero que manejan es el poder que tienen para influir en terceros países. La pregunta que se plantea es: ¿Puede realmente influir un fondo soberano en la política de los países receptores?. Según Daniel W. Drezner existen varias formas a través de las cuales los fondos soberanos podrían, en teoría, influir en las políticas y las capacidades de los países receptores. Para ello detalla los tipos de inversiones que se podrían llevar a cabo y que tendrían este efecto. Por ejemplo inversiones que tengan como resultado la propiedad y el control de sectores estratégicos o infraestructuras principales del país. Una segunda opción es la compra de activos con fines de sabotaje, como puede ser la compra de una empresa y consiguiente paralización de este. De esta forma se paraliza la capacidad del país receptor. Una tercera forma que propone es la amenaza de retirada de inversiones.

Si bien estas implicaciones pueden ser ciertas y ha existido algún tipo de temor por parte de algunos sectores, bien es cierto que desde que estalló la crisis en 2007, los fondos soberanos han

sido una fuente importante de financiación de muchas empresas occidentales durante este periodo (Gerard Lyons, 2011).

Los fondos soberanos han trabajado con los gobiernos y organizaciones internacionales para establecer nuevos principios en materia de transparencia, que han guiado su conducta desde 2008. Estas directrices voluntarias, conocidos como los Principios de Santiago, han tratado de abordar las preocupaciones sobre la transparencia y la información relativa a las cuentas, con el objetivo de hacer mas accesible y publica la información de los fondos soberanos y diferenciar a estos de las empresas publicas controladas por el Estado.

Otro problemas que se podrían abordar, pero que debido a la opacidad de los fondos es difícil obtener información al respecto es el uso de los fondos soberanos con fines políticos como el de compra de deuda publica del propio país o de terceros con objetivos estratégicos, e inversiones en empresas publicas para el desarrollo de sectores estratégicos o evitar la quiebra mediante su financiación. Desafortunadamente, solo el GPFG tiene suficientes datos publicados como para analizar su cartera, por lo que no es posible un análisis mas en detalle de este punto.

## **6.2. El papel político de los fondos – Ejemplo de Singapur**

Un fondo soberano puede ser un instrumento que ayude a un país a perseguir su estrategia. Un ejemplo de ello es Singapur. Singapur es un país pequeño que ha logrado un increíble desarrollo. A día de hoy es el cuarto centro mundial de negocios<sup>8</sup> y tiene uno de los aeropuertos más transitados de Asia. Además Singapur es una de las principales refinerías de petróleo del mundo, y tiene uno de los puertos más activos en el mundo (Devadas Krishnadas, 2014). Su Producto Interior Bruto (PIB) per cápita es la tercero más alto del mundo, por delante de Estados Unidos y Reino Unido. La seguridad en Singapur es clave, y es uno de los elementos que ha condicionado su desarrollo.

El espectacular desarrollo económico que ha vivido se debe a la estabilidad política y económica que proporciona el país. Para conseguir esta estabilidad la seguridad es clave. Singapur ha tenido enfrentamientos en el pasado con países vecinos, por lo que el gasto en seguridad de Singapur es significativo. Singapur ha mantenido su gasto en defensa en niveles altos sin comprometer su presupuesto fiscal o recurrir a una subida de impuestos. Singapur tiene impuestos muy competitivos tanto para empresas como para particulares. Una persona que gana \$100.000 en Singapur, paga aproximadamente un 7% de impuestos, mientras que las empresas pagan de media un 17%. Singapur ha podido seguir esta estrategia de desarrollo económico gracias a los ingresos que generan su fondo soberano. Las partidas anuales de los presupuestos tienen un elemento llamado “Net Investment Income (NII) / Net Investment Return (NIR) Contribution” que hace referencia a la rentabilidad obtenida por el fondo soberano.

El artículo 142 (1A) (b) de la Constitución de la República de Singapur, establece que el gobierno puede utilizar hasta un 50 por ciento de la rentabilidad neta para compensar su partida de gastos en los presupuestos anuales.

---

<sup>8</sup> “The Global Financial Centres Index 13,” Long Finance, March 2013

La posición de Singapur como centro de negocios mundial se ve reforzada por la acción de su fondo soberano. Las inversiones realizadas a través del fondo soberano permiten a Singapur expandir su acción económica mas allá de su territorio. Al hacerlo, no sólo mejora su rentabilidad, sino que también utiliza las inversiones fondo soberano para cubrirse contra fluctuaciones adversas regionales o sectoriales (Devadas Krishnadas, 2014). Singapur es un país exportador, por lo que esto ayuda a mitigar la sensibilidad de su economía tan abierta a acontecimientos macroeconómicos como la crisis financiera asiática y mundial.

## 7. Conclusiones

El objetivo final de este trabajo era entender la función de los fondos soberanos e identificar las variables económicas que explicasen de forma significativa las decisiones de inversión de los fondos soberanos y más concretamente del GPFG. Tras un análisis de los diferentes tipos de fondos que existen en función del origen de los fondos, se ha llevado a cabo un estudio más detallado del GPFG. Las razones por las que elegí este fondo soberano han sido expuestas anteriormente, pudiendo resumirse en dos: por la publicidad de la información y la transparencia del fondo soberano. Los determinantes de las inversiones del fondo han sido analizados desde un punto de vista académico analizando y otro punto de vista práctico. Para ello, se analizó tanto la literatura que existe al respecto como la composición de la cartera de inversiones del GPFG. Tras ello se seleccionaron las variables más relevantes explicando la relación entre la inversión y el movimiento de la variable seleccionada.

El análisis llevado a cabo refleja la complejidad que existe en la toma de decisiones del GPFG y que es extrapolable al resto de fondos soberanos. Las decisiones de inversión no siempre responden a decisiones lógicas y no se pueden analizar todas las inversiones de la misma forma. Un ejemplo de ello es el uso de las variables que he seleccionado como relevantes, y que no se cumple la relación expuesta en el punto 5.3 en todas las inversiones. Los fondos soberanos son vehículos de inversión extremadamente complejos. Como he mencionado en el punto 6, las inversiones de un fondo soberano van a depender de su estrategia, y por lo tanto no todos los fondos soberanos tienen los mismos objetivos ni el mismo horizonte temporal. En este trabajo se ha analizado más en detalle el fondo soberano Noruega, pero su estrategia de inversión no es extrapolable al resto de los fondos soberanos.

Por lo tanto estamos ante un vehículo de inversión que es relativamente nuevo y para el que es aún difícil encontrar literatura al respecto. El análisis llevado a cabo en este trabajo ha arrojado ciertos resultados, que si bien son reveladores de algunas variables que condicionan las inversiones de los fondos soberanos, requeriría de un análisis mucho más en profundidad de las carteras de los fondos. El objetivo principal de este trabajo no era si no otro que entender mejor qué es un fondo soberano, cuál es su funcionamiento y los condicionantes de las inversiones. He decidido adentrarme un poco más y hacer también un análisis cualitativo sobre el papel de estos fondos en la sociedad, pero me he encontrado también con falta de información al respecto. Si bien es cierto que la literatura concerniente a este último punto es escasa, si que se pueden sacar algunas conclusiones. El papel de los fondos soberanos no ha cesado de aumentar desde su creación y estos cada vez están tomando más importancia, existe un consenso sobre la necesidad de una mayor transparencia de estos fondos soberanos y la estrategia de los fondos va a condicionar el tipo de inversiones que estos lleven a cabo.

## Bibliografía

- Balding C. (2008). Análisis de la Cartera de los Fondos Soberanos. Consultado en Mayo, 2015, en <http://ssrn.com/abstract=1141531>
- Bassan F. (2011). La Ley de los Fondos Soberanos. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publicación 2011
- Bernstein S. Lerner J. y Schoar A. (2013). Las Estrategias de Inversión de los Fondos Soberanos. *Journal of Economic Perspectives*, 27 (2), 219-238.
- Bortolotti B. (Eds). (2012). Cautious change – Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012. De The Sovereign Investment Lab of Università Commerciale Luigi Bocconi: [http://www.baffi.unibocconi.it/wps/wcm/connect/cba3d7bc-da03-48b8-b040-bc881b212a12/SIL\\_Report\\_2013.pdf?MOD=AJPERES](http://www.baffi.unibocconi.it/wps/wcm/connect/cba3d7bc-da03-48b8-b040-bc881b212a12/SIL_Report_2013.pdf?MOD=AJPERES)
- Candelon B., Kerkour M. y Lecourt C. (2011). ¿Están las Decisiones de Inversión de los Fondos Soberanos Determinadas por los Factores Macroeconómicos?. De Business Source Complete, EBSCO.
- Caner M., Caner T. y Grennes T.J. (2011). Determinantes de las Inversiones del Fondo Soberano Noruego: PIB vs. Instituciones. *Global Economy Journal*, 11 (1), Artículo 2. doi: 10.2202/1524-5861.1702
- Chhaochharia, V. y Laeven, L. (2008) Fondos Soberanos: Sus Estrategias de Inversion y Rentabilidad (CEPR Discussion Paper DP6959). Washington, Estados Unidos: Centre for Economic Policy Research. Consultado en Mayo, 2015, en <http://ssrn.com/abstract=1308030>
- Chhaochharia, V. y Laeven, L. (2009) The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds (CEPR Discussion Paper DP6959). Londres, Reino Unido: Centre for Economic Policy Research. Consultado en Mayo, 2015, en <http://ssrn.com/abstract=1262383>
- Commission of the European Communities. (2008). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions - A common European approach to sovereign wealth funds. Brussels, Belgium. Consultado en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/sovereign\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf)
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. y Shleifer A. (2008). *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430- 465. doi: 10.1016/j.jfineco.2007.02.007
- Doing Business. (2014). Protegiendo a los Inversores. Consultado en Mayo, 2015, en <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/protecting-investors#sub-menu-item-link>
- Ekeli T. y Sy A.N.R. (2011). The Economics of Sovereign Wealth Funds: Lessons form Norway (pp. 107-115). In Arezki R., Gylfason T. and Sy A. (Eds.), *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources*. Washington, Estados Unidos: International Monetary Fund Publication Services.

- European Central Bank. (2014). Tipos de cambio EUR/NOK. Consultado en Mayo 2015, en <http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-nok.en.html>
- Fernandes, N. (2009). Sovereign Wealth Funds: Implications around the World (ECGI Finance Working Paper 238/2009). Lausanne, Switzerland: European Corporate Governance Institute. Consultado en Mayo, 2015, en <http://ssrn.com/abstract=1341692>
- Frankel J.A. (2010). La maldición de las Materias Primas: Encuesta (NBER Working Paper 15836). Cambridge, Estados Unidos: National Bureau of Economic Research. Consultado en Mayo, 2015, en <http://www.nber.org/papers/w15836>
- FTSE Country Classification in FTSE Global Benchmarks (2014). FTSE Quality of Markets Assessment Matrix (March 2014). Consultado en Mayo, 2015, en [https://www.ftse.com/Indices/Country\\_Classification/index.jsp](https://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/index.jsp)
- Genuine Savings (2005). OCDE, Glosario de Términos Estadísticos. Consultado en Mayo, 2015, de <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6462>
- Hammel C., Kunzel P. y Petrova I. (2011). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices (IMF Working Paper 08/254). Washington, Estados Unidos: International Monetary Fund. Consultado en <http://search.ebscohost.com>
- International Monetary Fund. (2011). Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies. Washington, DC: International Monetary Fund, Publication Services. ISSN: 1729-701X.
- Johan S., Knill A. and Mauck, N. (2011). Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity (TILEC Discussion Paper DP2010-44). Tilburg, Netherlands: Tilburg Law and Economics Center. Consultado en Mayo, 2015, en <http://ssrn.com/abstract=1722206>
- Johnson S. (2007). The Rise of Sovereign Wealth Funds. Finance & Development, Revista trimestral del IMF, 44(3), Straight Talk.
- Kandil M. (2011). Financial Flows to developing and advanced countries: determinants and implications. International Journal of Development Issues, 10 (1), 60-91. doi: 10.1108/14468951111123337
- Kern, S. (2007). Sovereign Wealth funds – state investments on the rise. Frankfurt, Alemania: Deutsche Bank Research. Consultado en Mayo, 2015, en [http://www.dbresearch.com/PROD/CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000215270.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/CIB_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000215270.pdf)
- Kern S. (2008). How to spend it – Commodity and non-commodity sovereign wealth funds (DBR Research notes 28). Frankfurt, Alemania: Deutsche Bank Research. Consultado en Mayo, 2015, en <http://www.oecd.org/dev/pgd/41212577.pdf>
- Knill A., Lee B.S. and Mauck N. (2009) Bilateral Political Relations and the Impact of Sovereign Wealth Fund Investment: A Study of Causality. Journal of Corporate Finance, 18 (1), 108-123. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.11.002
- KPMG. (2014). Country tax rates tables 2014. Consultad en Mayo, 2014, en KPMG Corporate Tax Rates
- Larsen R.E. (2004). Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway caught up with and Forced ahead of its Neighbours (Statistics Norway, Research Department Discussion Papers 377). Kongsvinger, Noruega. Consultado en <http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp377.pdf>

- Lawson-Remer T. (2012). Beating the Resource Curse in Africa: A Global Effort. Good Governance Africa. Consultado en Mayo, 2014, en <http://gga.org/stories/editions/aif-3-africas-natural-resources-if-we-are-so-rich-why-are-we-so-poor/beating-the-resource-curse-in-africa-a-global-effort>
- Lyons G. (2007). State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds. Journal of Management Research, 7 (3), 119-146. doi: 10.1108/13581981011019589
- Megginson W.L., You M. and Han L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-border Investments. The Financial Review, 48 (4), 539-572. ISSN: 0732-8516
- Ministry of Finance (2014). Companies Excluded from the Investment Universe. Oslo, Noruega. Consultado en <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/responsible-investments/companies-excluded-from-the-investment-u.html?id=447122>
- Myklebust T. (2010). The Norwegian Government Pension Fund: Moving Forward on Responsible Investing and Governance. Rotman International Journal of Pension Management, 3 (1), 20-23. doi: 10.3138/rijpm.3.1.20
- Norges Bank Investment Management Web, <http://www.nbim.no/en/>
- Pastor S. (Eds.). (2010). The Brave New World of Sovereign Wealth Funds. Retrieved from the Wharton Leadership Centre of University of Pennsylvania: <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-brave-new-world-of-sovereign-wealth-funds/>
- Roland B. and Fidora M. (2009). Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis. European Business Organization Law Review, 10(3), 353-367. doi: [10.1017/S156675290900353X](https://doi.org/10.1017/S156675290900353X)
- Rožanov A. (2005). Who holds the wealth of nations? Central Banking Quarterly Journal, 15 (4). Retrieved April, 2014, from <http://www.centralbanking.com/central-banking-journal/feature/2072255/holds-wealth-nations>
- Schumpeter (2013, September 14-20). More money than Thor. The Economist, Business.
- Santiso J. (Eds.). 2012. Fondos Sobrenos 2012. Consultado en ESADEgeo Universidad Ramon Llull: [http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos\\_Soberanos\\_2012\\_16.10.12.pdf](http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos_Soberanos_2012_16.10.12.pdf)
- Slyngstad Y. (2013). The Lehmkuhl Lecture 2013. Lecture conducted from Norwegian School of Economics and Business Administration, Bergen, Noruega.
- Sovereign Wealth Fund Institute website, <http://www.swfinstitute.org>
- Transparency international (2014). Corruption Perception Index. Consultado en Mayo, 2015, en <http://www.transparency.org/cpi2012/results>
- U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. (2015). National Income and Product Accounts Gross Domestic Product: First Quarter 2014 (advance estimate) (BEA publication No. 14-18). Consultado en <https://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>

Van der Ploeg F. (2010). Aggressive Oil Extraction and Precautionary Savings: Coping with Volatility. Journal of Public Economics, 94 (5-6), 421-433. doi: [10.1016/j.jpubeco.2010.02.005](https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2010.02.005)

Walt V. (2014, February 3). Norway's Trillion Dollar Oil Problem. Fortune, 169 (2).

World Integrated Trade Solution. (2014). Norway Export Value by partner 2012. Consultado en Mayo, 2015, de World Integrated Trade Solution.