

Resumen

Los fondos soberanos de inversión y su coordinación con políticas macroeconómicas: el caso de Noruega, 1990-2015

La **problemática general** que se analiza en este trabajo de investigación es la inserción externa de las economías pequeñas y abiertas, y los desafíos macroeconómicos asociados a ella, concretamente en las economías abundantes en hidrocarburos que exportan gran parte de lo producido de esta materia prima y donde los ingresos procedentes de dichas exportaciones constituyen una porción importante de las exportaciones totales y de los ingresos fiscales. Hay que reconocer que este tema es demasiado amplio y ofrece múltiples dimensiones, por lo que es necesario centrarnos en un aspecto concreto de dicha inserción externa, concretamente en las propiedades de los precios de los hidrocarburos y las políticas macroeconómicas implementadas para suavizar sus efectos perjudiciales sobre los ciclos económicos. Por tanto, la intención de este trabajo es profundizar en los instrumentos de la política fiscal y monetaria para combatir las secuelas nocivas de la volatilidad e impredecibilidad de los precios petroleros sobre las economías exportadoras de esta mercancía, destacando el rol de los llamados fondos soberanos de inversión (FSI) como herramientas de estabilización y ahorro.

Las **coordenadas espacio-temporales** de esta tesis son Noruega y el período abarcado entre los años 1990 y 2015. Se trata del mayor poseedor de reservas de petróleo y gas natural en Europa y el tercer exportador de gas natural a nivel mundial tras Rusia y Catar en 2015, responsable de proporcionar hidrocarburos a los países de Europa Occidental. Este país como país hidrocarburífero presenta multitud de dimensiones que pueden ser analizadas, como corresponde a una realidad sustancialmente compleja. Existen estudios sobre aspectos legales y económicos relacionados con el diseño del marco regulatorio y fiscal de la actividad de explotación petrolera y su influencia sobre los niveles de exploración, inversión y producción. También sobre el papel de las empresas petroleras nacionales en la industrialización y desarrollo productivo del país escandinavo; sobre la capacidad del sector hidrocarburífero noruego para impulsar la actividad en otros sectores de la economía local para evitar el carácter de enclave de la industria; y sobre la problemática medioambiental que plantea el desarrollo de esta industria basada en fuentes fósiles contaminantes. Esta tesis se centrará en la dimensión macroeconómica de esta realidad, concretamente en los retos que plantea la percepción de grandes rentas procedentes de este sector para la economía noruega y las políticas macroeconómicas para atajarlos.

Ante los múltiples choques externos que afectaron la economía noruega entre 2000 y 2015, se distinguieron elementos de anticiclicidad tanto en la política monetaria como fiscal, así como

una gran capacidad de acumulación de ingresos petroleros a través del fondo soberano noruego con el fin de construir un colchón fiscal frente a las coyunturas desfavorables y ahorrar para las décadas venideras. En efecto, las tasas de crecimiento tanto en términos del PIB total como del PIB per cápita fueron positivas durante todo este período incluso con un crecimiento destacable de la población (salvo en 2009 pero la recesión fue mucho menos severa que en el resto de países occidentales), las tasas de desempleo nunca llegaron a alcanzar el 5%, la inflación registró fluctuaciones pero en general se mantuvo dentro de las bandas fijadas por el Banco Central, la deuda pública en términos del PIB estuvo por debajo de las cifras del resto de países desarrollados, las tasas de ahorro crecieron tanto dentro del sector público como privado, y las cuentas públicas siempre anotaron saldo positivo, al igual que la balanza por cuenta corriente. Por supuesto, también se registraron ciertos desequilibrios, reflejados en la aceleración de los costes laborales unitarios en comparación con el resto de socios comerciales, una posible burbuja inmobiliaria acompañada de un alto endeudamiento de los hogares jóvenes, el deterioro ininterrumpido del saldo de la balanza de bienes manufacturados y una dependencia creciente de sectores no petroleros del sector hidrocarbúrico. Este último es, irónicamente, la secuela de la exitosa política de fomento de los encadenamientos productivos y de estímulo a los proveedores locales a partir del sector petrolero que se llevó a cabo durante los años 70 y 80. En todo caso, en términos generales la experiencia noruega durante 1990 y 2015 fue positiva, sobre todo si se compara con las de otros países petroleros poseedores de fondos soberanos, y esta tesis tiene como objetivo explicar cómo el fondo soberano de inversión, la política fiscal, monetaria y cambiaria contribuyeron a ella.

La primera parte de la tesis incorpora los dos primeros capítulos centrados en el marco teórico. En el **primer capítulo** se expondrá el debate en torno a la maldición de los recursos naturales, poniendo énfasis en sus cuatro canales de transmisión potenciales, como el comportamiento de los precios de los recursos naturales (volátil y con tendencia menguante), la enfermedad holandesa, la escasa capacidad del sector primario de generar eslabonamientos productivos y tecnológicos, y el defectuoso funcionamiento de las instituciones en los países exportadores de materias primas. También se introducirán las peculiaridades del petróleo y gas natural en relación con la maldición de los recursos naturales, centrándonos en la evolución de sus precios y los desafíos que plantea para la política macroeconómica de los países exportadores. La literatura no se pone de acuerdo respecto la existencia de la tendencia secular a la baja de los términos de intercambio, la fatalidad de la enfermedad holandesa o la incapacidad del sector primario de crear efectos de arrastre, pero hay acuerdo unánime sobre la presencia del comportamiento volátil de los precios de los recursos naturales, sobre todo en los últimos años, al que hay que sumar la problemática de la agotabilidad en caso de materias no renovables como los hidrocarburos.

En el **segundo capítulo** se mostrarán las políticas macroeconómicas de las que las autoridades pueden hacer uso para luchar contra los efectos nocivos de las oscilaciones bruscas de las materias primas y su carácter finito, resumidas en políticas fiscales y monetarias contracíclicas y acumular los ingresos hidrocarburíferos en fondos gubernamentales en bonanzas para usarlos en momentos recesivos, suavizando los ciclos, y, por otra parte, ahorrar para las siguientes generaciones. En primer lugar se ofrecerá una visión global sobre los fondos soberanos, exponiendo definiciones propuestas, las características comunes que los distinguen de otros inversores institucionales, cifras sobre su espectacular crecimiento en los últimos quince años y la evolución de sus estrategias de inversión. En segundo lugar se presentarán como instrumentos de esterilización macroeconómica tanto en países exportadores de productos manufacturados como de materias primas. Finalmente, se advertirá que la constitución de un fondo soberano no es suficiente para lidiar exitosamente contra los choques externos y la agotabilidad de los recursos, sino que el fondo deberá coordinarse con la política fiscal general, la monetaria y cambiaria. Se enumerarán las alternativas de integrar estos fondos en el proceso presupuestario mediante reglas fiscales de acumulación y uso de los ingresos petroleros, y las ventajas e inconvenientes de la elección de distintas anclas nominales para la política monetaria.

Tras haber expuesto el marco teórico, se planteará la hipótesis de investigación y el procedimiento investigador.

La segunda parte de la tesis se dedicará a la contextualización del sector petrolero y su influencia sobre el resto de la economía noruega en dos capítulos. El **tercer capítulo** recogerá la formación del modelo petrolero noruego, analizando la puesta en marcha de la explotación petrolera en Noruega y a continuación los cambios provocados asociados a las dos crisis petrolíferas y acontecimientos posteriores. Finalmente, se examinará la consolidación del modelo noruego en los años 90 y 2000, y sus cambios más recientes, para terminar con una sistematización de sus características actuales. Se destacará el rol del Estado en la configuración de este modelo tanto como regulador de las actividades, y como emprendedor que participa directamente en las actividades de extracción. A lo largo de los años el papel del Estado como productor disminuyó a favor de un papel más bien regulador, pero sigue teniendo propiedades importantes en el sector, lo cual es un factor clave para la dependencia de los ingresos fiscales totales de las rentas generadas por la actividad petrolera.

El **cuarto capítulo** recogerá el impacto ejercido por el sector petrolero sobre el resto de la economía, en particular se comparará la dependencia de la economía noruega de esta industria respecto a la de otros grandes exportadores de hidrocarburos del Golfo Pérsico y de América Latina, y también cómo se encuadra en la estructura productiva del país escandinavo y el sector exterior. Se observará que a pesar de los índices de dependencia petrolera sustancialmente más bajos que los otros grandes productores, el conjunto de la economía noruega muestra una alta vinculación al sector, incluso empresas manufactureras y de

servicios cuya actividad no está directamente relacionada con los hidrocarburos, y que la balanza por cuenta corriente ha registrado déficits crecientes en la partida de las manufacturas de mayor contenido tecnológico.

Los capítulos quinto y sexto formarán parte de nuestro objeto de estudio, esto es, de la articulación entre las políticas macroeconómicas adaptadas por las autoridades noruegas y del desempeño del fondo soberano de inversión que han contribuido al crecimiento económico sostenido prácticamente carente de desequilibrios macroeconómicos de la economía de Noruega entre 1990 y 2015. El **capítulo cinco** enumerará las características principales del fondo soberano noruego, denominado Government Pension Fund Global, como inversor financiero, centrándose en la evolución de su valor, su gobernanza y su estrategia inversora. Este último aspecto será lo más detallado: se subrayará su evolución desde un enfoque conservador hacia una mayor diversificación en cuanto a tipo de activos y ámbito geográfico, aunque los últimos cinco años han estado caracterizados por cierto inmovilismo y conflicto de intereses.

El **capítulo seis** pasará a enlazar al fondo soberano con la política fiscal y monetaria de Noruega entre 1990 y 2015, destacando el período 2001 y 2015, cuando quedaron establecidas la regla fiscal del 4% que permite la canalización de dinero desde el Fondo hacia la economía doméstica y conecta el GPFG con los presupuestos generales, y el régimen de metas de inflación que acabó con los años de prociclicidad de la política monetaria. Nos centraremos en el diseño de dicha regla fiscal, su cumplimiento, la relación de la política fiscal y monetaria respecto a las fases de los ciclos económicos y las limitaciones que presentan a la hora de suavizar los ciclos económicos. Para ello, comenzaremos en el apartado uno con un repaso a la turbulenta década de los 90, decisiva a la hora de diseñar el régimen de 2001. En el segundo apartado nos centraremos en el diseño de la política monetaria orientada a una inflación objetivo y en el tercero haremos lo mismo respecto a la política fiscal basada en los ingresos del crudo, la regla fiscal y el FSI noruego. El nexo entre ambas políticas se verá reflejado en el apartado cuarto. En el quinto apartado analizaremos el desempeño de estas políticas ente 2000 y 2015, estudiando el comportamiento de varios agregados macroeconómicos ante numerosos choques externos.

En la parte de **Conclusiones**, además de resumir los principales resultados de la investigación y sus aportaciones más importantes, se expondrán las limitaciones y desafíos a los que se enfrenta a largo plazo el modelo petrolero noruego, así como de las políticas macroeconómicas analizadas. El conjunto de la bibliografía citada y las fuentes estadísticas citadas a lo largo de este trabajo se recopilará en orden alfabético tras las Conclusiones y se añadirá un anexo sobre los casos de algunos de los países primario-exportadores que decidieron crear uno o varios fondos soberanos de inversión, y ofrecer así una visión sobre las dificultades a la hora de realizar dicha coordinación por parte de las autoridades.