

## Miscelánea

### 1 La evolución de la estrategia de inversión del fondo soberano noruego (GPF)

ESZTER WIRTH

Doctora en Economía Internacional y Desarrollo, Universidad Complutense de Madrid (ewirth@ucm.es)

#### Sumario:

- I. Introducción
- II. Fondos soberanos de inversión: ¿qué son y qué representan en los mercados financieros?
- III. El GPF: datos generales
  - 1. Evolución de su tamaño
  - 2. Regulación y funcionamiento del GPF
- IV. Evolución de la estrategia inversora
  - 1. 1996-2009: paulatina diversificación y aumento del riesgo
  - 2. 2010-2016: estabilidad y aversión al cambio
- V. Conflicto principal-agente en la gestión inversora del GPF
- VI. Conclusiones
- Bibliografía

**RESUMEN:** El Fondo Gubernamental de Pensiones Global de Noruega (*Government Pension Fund Global* –GPF–) es el fondo soberano más grande del mundo, con activos bajo gestión equivalentes a un billón de dólares estadounidenses en septiembre de 2017. Es un instrumento macroeconómico de estabilización para suavizar los ciclos económicos al ahorrar en época de precios altos del crudo o auge económico, y gastar en épocas de tiempos difíciles para evitar la recesión en caso de un desplome de los precios del crudo. Pero también es un fondo de ahorro para asegurar la sostenibilidad de las cuentas fiscales y el reparto intergeneracional de los recursos hidrocarbúricos con un horizonte de inversión amplio. Este artículo se centra sobre todo en la evolución de su estrategia de inversión entre 1996 y 2016, desde un enfoque conservador hacia una mayor diversificación en cuanto a tipo de activos y ámbito geográfico, aunque los últimos seis años han estado caracterizados por cierto inmovilismo y conflicto de intereses entre las autoridades políticas y los gestores financieros.

**PALABRAS CLAVE:** fondos soberanos # Noruega # mercados financieros internacionales # gobernanza

#### THE EVOLUTION OF THE NORWEGIAN GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL'S (GPF) INVESTMENT STRATEGY

**ABSTRACT:** The Norwegian Government Pension Fund Global (GPF) is the world's biggest sovereign fund, whose assets under management reached 1 trillion dollars in September 2017. It is a stabilization macroeconomic tool meant to smooth out economic cycles by saving during high oil prices and economic upturn and spending during downturns in order to avoid recessions due to oil price slumps. But it is also a savings fund destined to guarantee the fiscal accounts' sustainability and the intergenerational allocation of the hydrocarbon wealth with a broad investment horizon. This article focuses on the evolution of the GPF's investment profile between 1996 and 2016, from a more conservative approach towards a greater portfolio diversification concerning the set of assets and their geographical origin, although during the last six years it was characterized by a certain conservatism related to risk management and by a conflict of interests between portfolio managers and politicians.

**KEYWORDS:** sovereign wealth funds # Norway # international financial markets # governance

**Fecha de recepción:** 15/10/2017

**Fecha de aceptación:** 13/12/2017

## I. INTRODUCCIÓN

El Fondo Gubernamental de Pensiones Global (*Government Pension Fund Global* – GPF o Fondo en adelante), es el fondo soberano más grande del mundo, con activos bajo gestión por valor de 8 billones de coronas noruegas en septiembre de 2017 (aproximadamente un billón de dólares estadounidenses), equivalentes al 257% del PIB noruego de 2016. A pesar de lo que indica su nombre, no es un fondo público de pensiones, puesto que no tiene obligaciones de pago en la actualidad a pensionistas noruegos, ya que estos están cubiertos por la Seguridad Social, ni se ha establecido ninguna regla o plan de asignación para los futuros jubilados<sup>1</sup>. Se trata de un fondo soberano de inversión puro en manos del gobierno noruego cuyos ingresos proceden de las exportaciones petroleras estatales y de la rentabilidad de sus inversiones en los mercados extranjeros. Se trata de un instrumento de estabilización macroeconómica para suavizar los ciclos económicos al ahorrar en época de precios altos del crudo y auge económico, y gastar en épocas de tiempos difíciles para evitar la recesión en caso de un desplome de precios. Pero también es un fondo de ahorro para afrontar en el futuro el previsible aumento del gasto en pensiones en un probable entorno de decrecientes ingresos procedentes de la explotación petrolera debido al agotamiento de las reservas y así asegurar la sostenibilidad de las cuentas fiscales y el reparto intergeneracional de la riqueza hidrocarbúrica.

Al carecer de deuda fiduciaria y cualquier obligación de pago posee un horizonte temporal de inversión amplio y mayor tolerancia al riesgo a corto y medio plazo. Es un fondo soberano que ha evolucionado a lo largo de sus veinte años de existencia: ha pasado de ser un fondo puramente estabilizador centrado en bonos gubernamentales a convertirse en un fondo de ahorro diversificado y capaz de asumir riesgos a corto plazo para administrar la riqueza petrolera del país nórdico. Entre 1996 y 2009 su estrategia inversora pasó por una mayor diversificación en cuanto a tipo de activos y ámbito geográfico, gracias al poder de influencia de los expertos del departamento gestor del Fondo sobre el Gobierno y el Ministerio de Finanzas. Sin embargo, a partir del impacto negativo de la crisis financiera de 2008 los políticos y burócratas han apostado por cierto inmovilismo pese a las recomendaciones constantes de los gestores financieros, del banco central y de varias consultoras de invertir en activos no cotizados, capital riesgo y expandirse más hacia países en desarrollo, como hacen otros fondos soberanos de inversión. Este artículo trata de analizar las razones detrás de dichos cambios en la estrategia inversora del GPFG desde el enfoque de la economía política.

El trabajo empezará por dar una visión general de lo que son los fondos soberanos de inversión, cómo se distinguen de otros inversores institucionales y cómo han ido adquiriendo cada vez más protagonismo en los mercados financieros internacionales en los últimos quince años. El tercer apartado presentará al fondo soberano de Noruega como un fondo de estabilización y de ahorro, destacando la evolución espectacular de su valor desde 1996 y las instituciones implicadas en su gobernanza y funcionamiento. En el apartado cuarto se detallarán los avances en su perfil inversor diferenciando dos etapas: entre 1996 y 2009 se destacará su evolución desde un enfoque conservador hacia una mayor diversificación en cuanto a tipo de activos y ámbito geográfico; y entre 2009 y 2016 un cierto conservadurismo relacionado con la inclusión de nuevos tipos de activos más arriesgados y difíciles de contabilizar. El quinto apartado tratará de explicar dicho inmovilismo desde el enfoque de la economía política, presentando el conflicto principal-agente entre el Ministerio de Finanzas-Parlamento (los propietarios formales del Fondo) y los gestores financieros de los activos del Fondo pertenecientes al Banco Central de Noruega, una característica que distingue al FSI noruego de los demás FSI pertenecientes a regímenes autoritarios. El sexto apartado concluirá.

## II. FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN: ¿QUÉ SON Y QUÉ REPRESENTAN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS?

El término *Sovereign Wealth Fund*, traducido como Fondo Soberano de Inversión (FSI en adelante) por el Grupo de Trabajo sobre Fondos de Inversión (GITFSI, 2008) del Fondo Monetario Internacional, fue acuñado por Andrew ROZANOV (2005), aunque fue popularizado por *Financial Times* cuando usó la palabra por primera vez en mayo de 2007, contribuyendo a la rápida expansión del término a nivel mundial. Muchos organismos internacionales e institutos de investigación expusieron lo que entienden por FSI, pero aún no existe una definición única. La definición más extendida es la que ofrece el GITFSI (2008, apéndice I):

“Los fondos soberanos de inversión (FSI) son fondos o estructuras de inversión para un propósito específico, cuya propiedad corresponde al gobierno general. Creados por el gobierno general con fines macroeconómicos, los FSI mantienen, gestionan y administran activos con miras a alcanzar objetivos financieros, y emplean una serie de estrategias que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Los FSI se establecen a partir de superávits por cuenta corriente, operaciones oficiales de divisas, ingresos de privatizaciones, superávits fiscales y/o ingresos procedentes de exportaciones de materias primas”.

En esta definición destaca la propiedad estatal, el hecho de que invierten en activos extranjeros, por lo que se excluyen los fondos orientados puramente al mercado doméstico, y los objetivos tanto macroeconómicos como de rentabilidad financiera. Las demás definiciones presentadas también destacan que estos fondos pertenecen a Estados soberanos o a sus gobiernos y son instrumentos de inversión que buscan rentabilidad en los mercados financieros internacionales con fines macroeconómicos en última instancia (CAPAPÉ y GUERRERO BLANCO, 2013; WIRTH, 2017). Las definiciones no sistematizan el origen de los recursos de los FSI, aunque mencionan sobre todo los superávits generados por la exportación de materias primas, el exceso de reservas internacionales y la recaudación por privatizaciones. También está presente en las distintas definiciones el énfasis en la diferenciación de otros inversores institucionales, por lo que a falta de una definición única quizá resulte más fácil definir los FSI diferenciándolos de lo que no son.

Los FSI se distinguen de otros instrumentos de inversión o inversores institucionales como las reservas de divisas, fondos públicos de pensiones, fondos de desarrollo o empresas de propiedad estatal. Las reservas de divisas sirven para mitigar los efectos de una coyuntura económica desfavorable, acumulando recursos o utilizándolos según el período y las necesidades. Por tanto, deben invertirse en activos altamente líquidos y seguros, de manera que el gobierno tenga acceso a ellos de forma inmediata. En cambio, los países que disponen de FSI cuentan con recursos por encima de los necesarios para estabilizar la economía y poseen una misión explícita de inversión a largo plazo en la mayoría de los casos. Sus carteras incluyen una gran variedad de activos con mayor riesgo y período de maduración en comparación con las reservas radicadas en los bancos centrales. DAS (2009) señala que los FSI tienen en común con los *hedge funds* la autonomía para elegir de una gama amplia de activos y no tener que adherirse a un índice o a una serie de activos y divisas prefijados. No obstante, los FSI carecen del afán especulativo de los *hedge funds*.

Los fondos públicos de pensiones cuentan con deuda actual que han de pagar periódicamente a los que hayan aportado a sus arcas y se hayan jubilado, así que también precisan liquidez suficiente. Su objetivo es maximizar la rentabilidad de lo aportado por los beneficiarios y asegurarles el pago de la pensión cuando se jubilen, es decir, tienen deuda fiduciaria. Sin embargo, los FSI no presentan deuda no gubernamental que haya que amortizar en la actualidad (muchos se fundaron para asegurar las pensiones de generaciones venideras, pero solo comenzarán a pagarlas en el futuro), ni beneficiarios individuales bien definidos, solo abstractos como el gobierno o sus ciudadanos (ASHBY y MONK, 2008). Al no poseer obligaciones de pago presentes, cuentan con un horizonte temporal de inversión más largo y pueden asumir niveles de riesgo más alto.

Los fondos domésticos de inversión y desarrollo son creados por las autoridades para fundar empresas vinculadas al gobierno y *joint-ventures* locales con vistas a impulsar el desarrollo económico (sobre todo mediante la construcción de infraestructuras y provisión de servicios sociales), proporcionar financiación a empresas domésticas y gestionar los bienes estatales en empresas públicas. Se trata de proyectos que más que aportar un retorno financiero reportan un alto retorno en términos sociales en países donde existe una escasez relativa de capital físico y humano (GELB et al., 2014). También son una fuente de recursos para la diversificación económica y creación de empleo en economías poco complejas, como es el caso de los Emiratos Árabes, donde a través de *Mubadala* se invierte en sectores no relacionados con el petróleo, como en turismo, sanidad, transporte aéreo y servicios financieros.

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

Pese a distinguirse de las reservas oficiales de los bancos centrales, muchos FSI nacieron como fondos de estabilización, y todavía mantienen esta función (como el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile o el Fondo de Reserva ruso), o invierten en la economía doméstica para fomentar el desarrollo económico (como *Qatar Investment Authority*, que realiza inversiones en la economía nacional, y muchos fondos de África subsahariana). Por tanto, numerosos FSI poseen una naturaleza híbrida y es difícil clasificarlos. Además, existen FSI regionales, pertenecientes a una región o estado concreto de un país, como el *Alaska Permanent Fund*, el *Texas Permanent School Fund* y otros fondos de diversos estados de los Estados Unidos de América. Ante la carencia de una definición concreta de los FSI, la lista de fondos considerados como FSI varía en el cómputo de los centros de investigación, dependiendo de sus criterios.

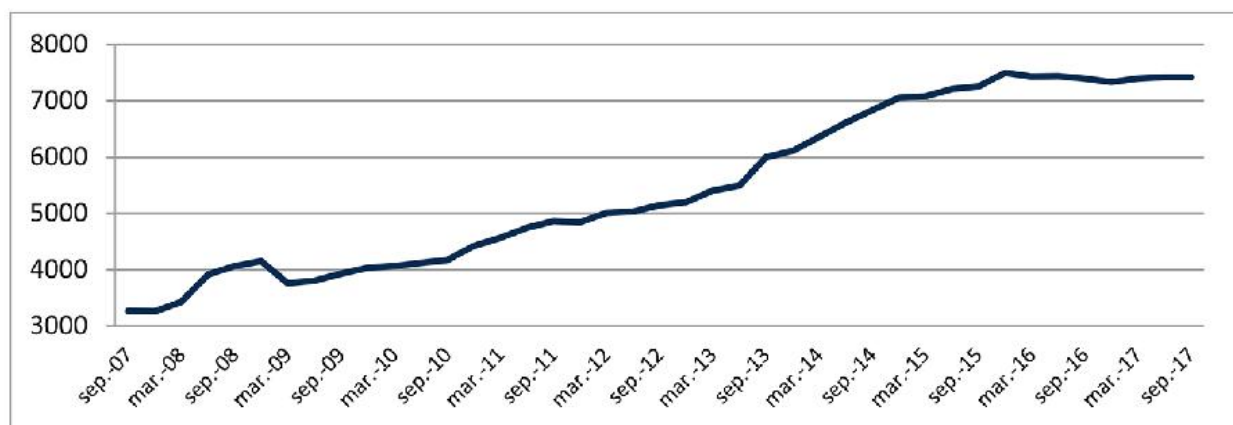
Los FSI generan controversias respecto a sus consecuencias. En concreto los países receptores de FSI miran con recelo estas inversiones por varias razones: i) por su tamaño; ii) por las dudas sobre el carácter de muchos de sus gobiernos; y iii) por la escasez de información respecto a sus operaciones, estrategia inversora, contabilidad y objetivos. Estas características contribuyen a la idea de que los FSI podrían desestabilizar los mercados financieros y que sus operaciones estarían motivadas por criterios no solo económicos. Gran parte de la literatura sobre FSI no niega los fundamentos de estas inquietudes pero destacan la falta de evidencias empíricas respecto a la desestabilización de los mercados, el espionaje industrial o el ejercicio de presión con fines políticos sobre los gobiernos o empresas receptoras y enfatiza sus objetivos de estabilización macroeconómica, ahorro y búsqueda de rentabilidad financiera (DREZNER, 2008; AVENDAÑO y SANTISO, 2011, CASTELLI y SCACIAVILLANI, 2012).

Según *Sovereign Wealth Fund Institute* (2017) existen en la actualidad 77 FSI, cuyos activos totales ascendieron a 7,4 billones de dólares en septiembre de 2017 y destaca su crecimiento espectacular entre 2007 y 2015: desde septiembre de 2007 hasta diciembre de 2015 sus activos totales han pasado de poco más de 3 billones de dólares a superar los 7 billones, es decir, han registrado un crecimiento del 133%, aunque desde 2015 el incremento se ha estancado coincidiendo con la caída de los precios petroleros y la desaceleración del crecimiento del Sudeste asiático (Gráfico 1).

El origen de los ingresos de los que se nutren son diversos, pero destacan sobre todo dos fuentes: ingresos por exportación (bien de materias primas, bien de manufacturas) e ingresos procedentes de *holdings* asociados a empresas estatales y/o privatizaciones, como el singapurense *Temasek*. Los FSI cuyos fondos proceden de la exportación de materias primas se pueden dividir en dos subgrupos: los vinculados a los hidrocarburos (el propio GPGF, *Abu Dhabi Investment Authority*, *Kuwait Investment Authority* o *Saudi Arabaia Monetary Authority Foreign Holdings*), los vinculados a otros recursos sin procesar como metales o piedras preciosas (*Pula Fund* o Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile).

En septiembre de 2017, los activos gestionados por FSI hidrocarburiíferos representaron el 56% del total, los que están en manos de fondos basados en otras materias primas no llegaron al 1%, y los activos pertenecientes a fondos no relacionados con las exportaciones de recursos naturales el 43% del total (*Sovereign Wealth Fund Institute*, 2017). Entre estos últimos se encuentran FSI procedentes sobre todo del Sudeste asiático, como *China Investment Corporation*, *Government of Singapore Investment Corporation* o *Korea Investment Corporation*.

**Gráfico 1: Activos totales gestionados por FSI, en miles de millones de dólares, septiembre 2007 - septiembre 2017**

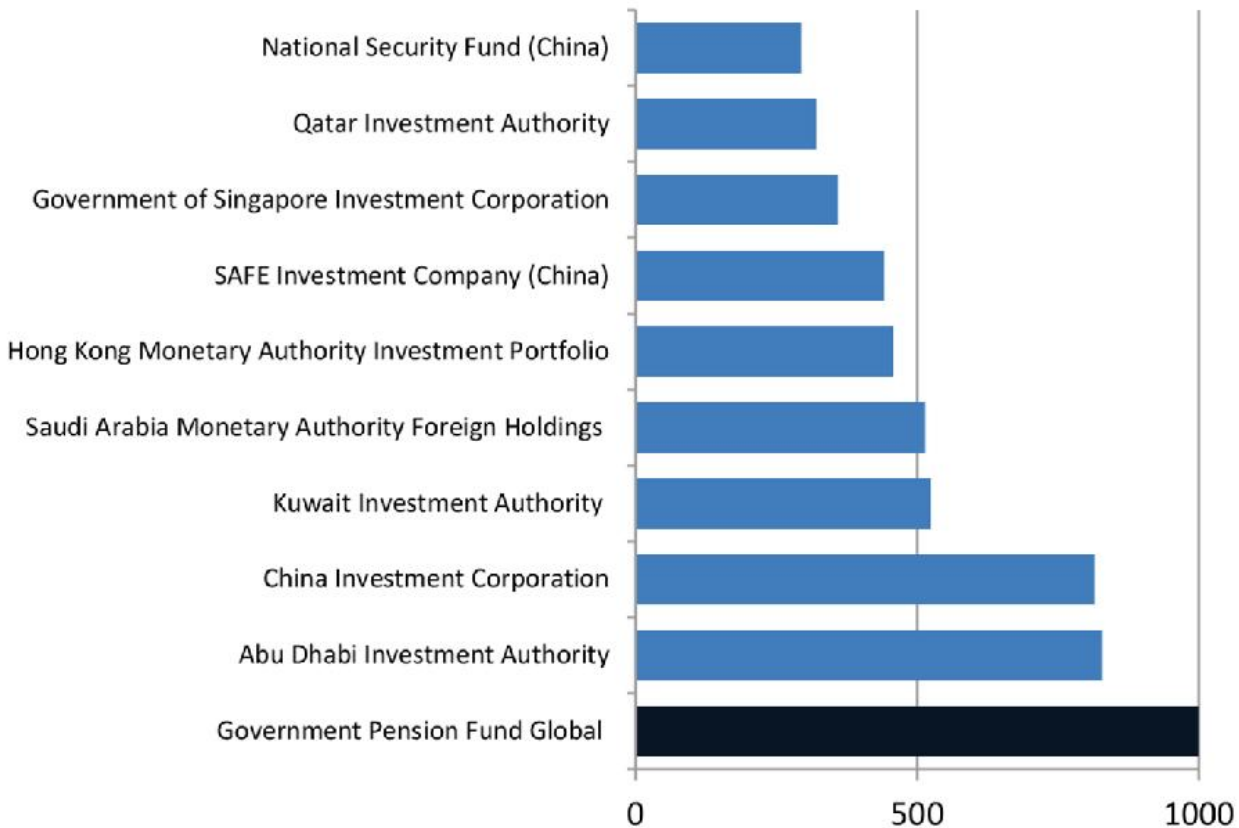


Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2017).

### III. EL GPGF: DATOS GENERALES

El GPGF es un fondo soberano que encaja en la definición que da la mayoría de los institutos de investigación y el GITFSI: i) es un fondo en manos del gobierno, su propietario oficial es el Ministerio de Finanzas, y todos sus recursos, que no sean dividendos e intereses originados por su actividad inversora, proceden de transferencias de rentas estatales recaudadas a través de las actividades petroleras<sup>2</sup>; ii) es un fondo grande en términos de capitalización, de hecho, es el más grande del mundo (Gráfico 2); iii) es un fondo que solo invierte en el extranjero, sus mandatos de inversión prohíben expresamente realizar cualquier tipo de inversión en Noruega y en coronas noruegas (NOK), por lo que no tiene función como fondo de desarrollo o empresa pública; iv) no tiene deuda fiduciaria en la actualidad, el pago de las pensiones está cubierto por el sistema de la Seguridad Social, por lo que posee un horizonte temporal de inversión amplio y mayor tolerancia al riesgo a corto y medio plazo.

**Gráfico 2: Valor de los activos de los diez fondos soberanos de inversión más grandes, en miles de millones de dólares, octubre de 2017**

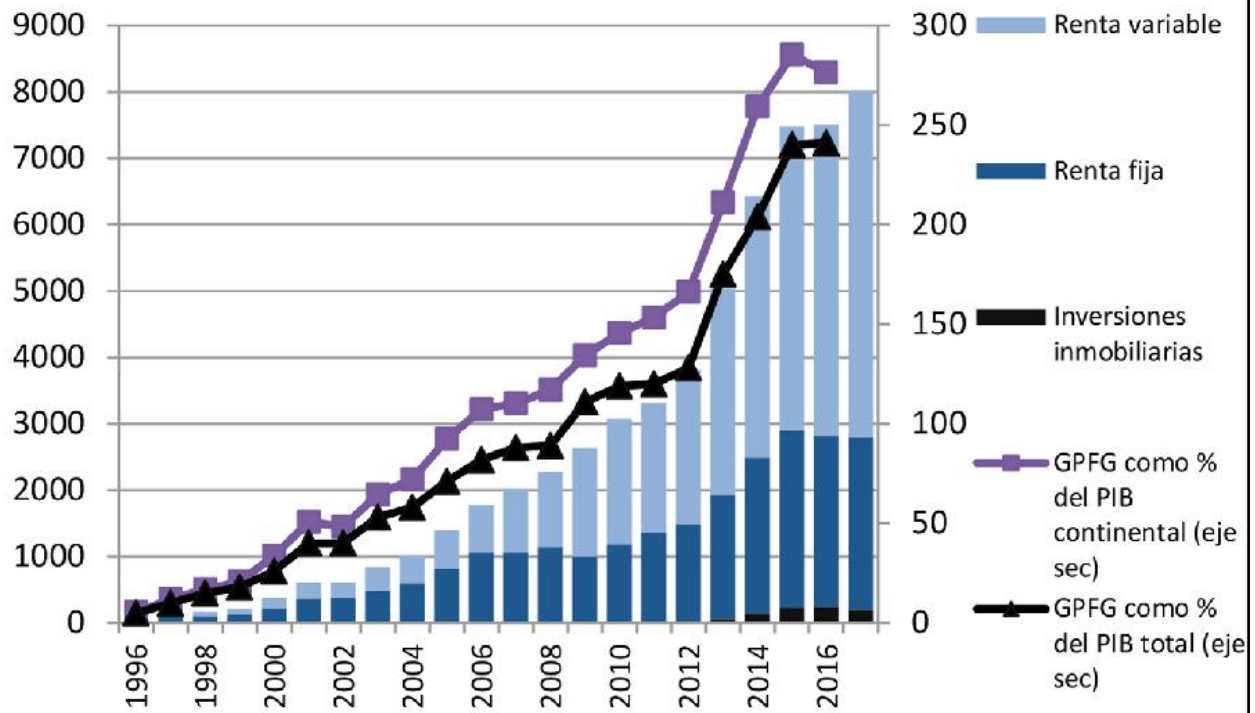


Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (2017).

### 1. EVOLUCIÓN DE SU TAMAÑO

El GPGF fue establecido en junio de 1990 por el gobierno de Jan Syse mediante una ley que establecía la integración del fondo petrolero en el proceso presupuestario y que solo recibiría dinero del gobierno cuando hubiese superávit fiscal. Sin embargo, el gobierno no alcanzó un saldo positivo hasta 1995, por lo que el GPGF permaneció como una mera cuenta con saldo cero a nombre del Ministerio de Finanzas en el Banco Central de Noruega hasta que recibió su primera transferencia en 1996. No obstante, a partir de ese año el valor GPGF no paró de crecer de forma casi exponencial, hasta alcanzar un valor actual de 8 billones de NOK en el segundo trimestre de 2017, equivalentes al 257% del PIB total y 295% del PIB continental<sup>3)</sup> de 2016 (Gráfico 3). Pocos se imaginaban en la fecha de constitución de este fondo soberano, con precios petroleros muy bajos durante toda la década de los noventa, que iría a alcanzar semejante incremento. A 31 de diciembre de 2016 poseía inversiones en 8.985 empresas<sup>4)</sup>, lo que equivale al 1,3% de todas las acciones existentes a nivel global y al 2,3% de las acciones de las empresas europeas cotizadas. También contaba con 4.781 títulos de renta fija emitidos por 1.250 entidades y denominados en 34 divisas diferentes. La renta variable representó en 2016 el 62,5% de su cartera, la renta fija un 34,3% y las inversiones inmobiliarias un 3,2% (NBIM, 2017a). Se trata de uno de los FSI más transparentes del mundo (BAGNALL y TRUMAN, 2013; Sovereign Wealth Fund Institute, 2017) pues hace públicos el valor y la composición detallada de su cartera de inversión, y el banco central publica informes trimestrales y anuales sobre el desempeño inversor y responsabilidad social corporativa, mientras que la mayoría de los FSI de los países petroleros del Golfo Árabe son bastante opacos.

Gráfico 3: Valor de los activos del GPGF, en miles de millones de NOK, y el valor total en porcentaje del PIB total y continental (eje sec), 1996-junio 2017

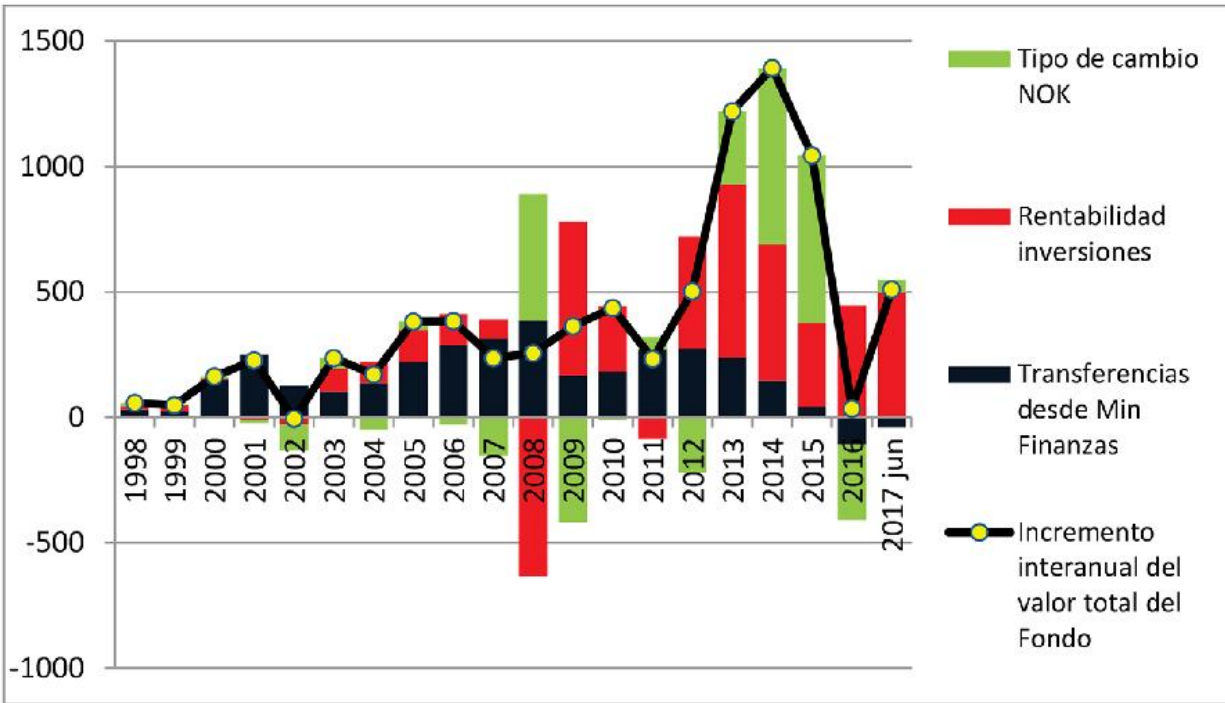


Fuente: elaboración propia a partir de NBIM (2017a) y Statistics Norway (2017).

El Fondo sufre cambios en su valor de mercado denominado en NOK cada año que dependen de tres factores: del rendimiento de las inversiones del Fondo, del valor de las transferencias que realiza el Ministerio de Finanzas a partir del dinero recaudado en las actividades petroleras y del tipo de cambio de la NOK. Como podemos observar en el Gráfico 4, al inicio de la existencia del GPF lo que más contribuyó al cambio del valor del Fondo fueron las transferencias desde el Ministerio, pero a medida que el valor total del Fondo ha ido creciendo, la rentabilidad generada a través de las inversiones ha ido adquiriendo mayor protagonismo, para bien y para mal. Mientras que las transferencias fueron siempre positivas y muy sensibles al precio del petróleo, la rentabilidad fue volátil y puede adquirir signo positivo y negativo en algunos años, como en 2008 y en menor medida en 2011 restó valor al Fondo.

No obstante, desde el establecimiento del GPF en 1996, su contribución total ha sido positiva y cercana al valor generado por las transferencias. El tipo de cambio de la NOK también influye, puesto que todas las inversiones del GPF están denominadas en moneda extranjera. En realidad, se trata de un factor amortiguador del efecto de los precios del petróleo: cuando el precio de la materia prima se desploma y las transferencias del Ministerio son menores por el superávit más pequeño, la corona se deprecia frente al resto de divisas y al hacer la conversión, el valor del Fondo en moneda nacional se incrementa, como sucedió en 2008 y 2014-2015. Lo contrario sucede durante los años en los que el precio del crudo apunta alto y las cuentas públicas gozan de amplios superávits, como entre 2002-2007, 2009-2010 y 2012.

**Gráfico 4: Contribución al cambio del valor de mercado del Fondo, en miles de millones de NOK, 1996-junio 2017**



Fuente: NBIM (2017a).

El GPFG se integra en el proceso presupuestario mediante la «regla fiscal del 4%». Esta regla fija la cantidad máxima de ingresos fiscales petroleros que se puede transferir del Fondo al presupuesto del gobierno central para cubrir el déficit público no petrolero (déficit del gobierno central que excluye los ingresos netos procedentes de la actividad hidrocarburífera), de modo que provoque un efecto neutral para la actividad económica. Según la regla, solo la rentabilidad real neta<sup>5)</sup> esperada del fondo, estimado en un 4% anual, puede ser transferida al presupuesto. No obstante, la regla admite cierta flexibilidad pues se aplica al déficit público no petrolero ajustado al ciclo económico, no al realmente existente. En caso de que dicho déficit supere el 4% del valor del GPFG por causa de una coyuntura desfavorable, se permite transferir una cantidad superior a la rentabilidad real neta esperada del Fondo.

## 2. REGULACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL GPFG

El Ministerio de Finanzas es el propietario formal del GPFG, que es un depósito en NOK a nombre de dicho Ministerio en el Banco Central de Noruega, denominado *Norges Bank*. El Ministerio de Finanzas es el encargado de dictar los Mandatos de Inversión para el GPFG, que incluyen la distribución de las inversiones según el tipo de activos, divisas y ámbito geográfico (una cartera objetivo estratégica o *strategic benchmark portfolio*), los niveles de riesgo asumibles, los activos restringidos, los costes de gestión y el sistema de información entre *Norges Bank* y el Ministerio. Un punto muy importante de estos mandatos es la cartera objetivo estratégica, de la que se permite un desvío mínimo de 1,25 puntos porcentuales. Según los últimos Mandatos, entre un 50 y un 80% de los activos deben invertirse en renta variable (se recomienda un 70%), entre 20% y 50% en bonos, y un máximo de 7% en activos inmobiliarios no cotizados. Hasta el año 2012 50% de sus activos de renta variable y un 60% de la renta fija habían de invertirse en Europa y el resto en un número limitado de países de Norteamérica y Asia. El máximo capital que el GPFG puede poseer en una compañía no puede superar el 10% del capital total de la misma. Los índices están basados en el *FTSE Russell* en caso de la renta variable, y en *Bloomberg Barclays Global*, en cuanto a la renta fija, pero para los inmuebles no hay un índice de referencia. Quedan prohibidas las inversiones en títulos denominados en NOK, empresas y activos noruegos<sup>6)</sup>; activos de compañías y gobiernos excluidos por motivos éticos; firmas no cotizadas; infraestructuras no cotizadas y en países con los que Noruega carece de un acuerdo impositivo (NBIM, 2017b).

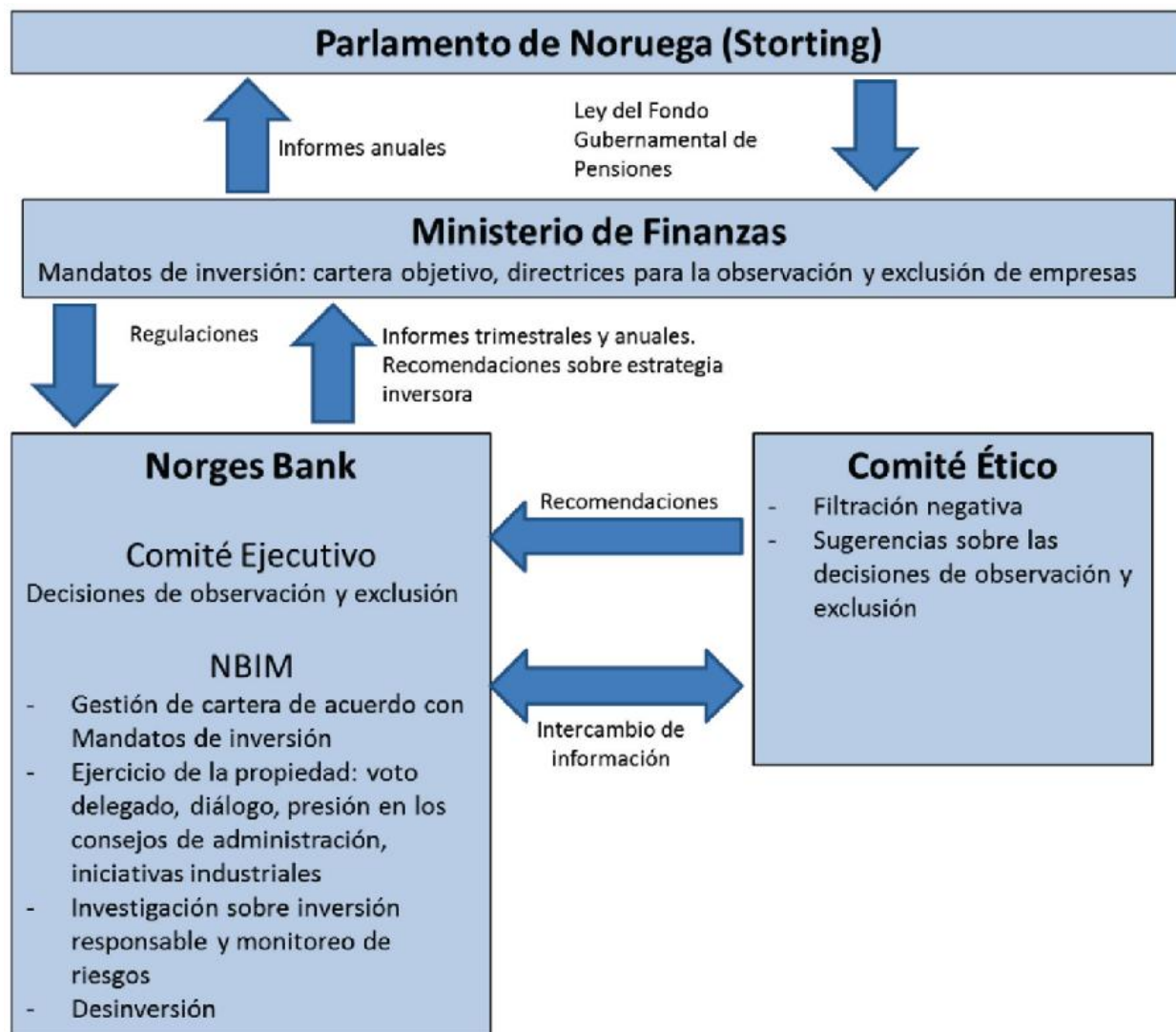
En 1998, cuando se aprobó que el 40% de las inversiones consistiesen en renta variable, fundó un departamento especializado en la gestión de los activos del GPFG dentro de *Norges Bank*, el *Norges Bank Investment Management* (NBIM), que se encarga de la gestión operativa de las inversiones de acuerdo a los Mandatos de Inversión. La delegación de la gestión operativa a NBIM sirvió para separar la gestión del Fondo del aparato estatal, dificultando la intervención de los políticos del Ministerio de Finanzas o del Parlamento en sus actividades de inversión. NBIM también tiene una función consultiva y propone de forma activa reformas en la estrategia inversora al Ministerio, que, como veremos, han sido aceptadas frecuentemente.

Existe además un Comité Ético establecido en 2004 que realiza recomendaciones a *Norges Bank* para excluir empresas del Fondo o ponerlas bajo observación. El Comité evalúa las actividades de las empresas en base a unas directrices éticas determinadas por el Ministerio de Finanzas, basadas en valores aceptados a nivel internacional sobre derechos humanos, gobierno corporativo y protección ambiental, inspirados en principios trazados por la ONU y la OCDE. El Comité Ético trabaja en colaboración con ONG y consultorías que le informan sobre empresas sospechosas de generar daños ambientales, fabricar productos prohibidos (tabaco, armas, carbón) violación de los derechos humanos, corrupción y otras contravenciones basadas en el seguimiento diario de lo que publica la prensa sobre las firmas en las que invierte el Fondo. Dichas empresas corren el riesgo de ser excluidas de la cartera de inversión del GPFG, como les pasó a muchas tabacaleras, fabricantes de armas y empresas dedicadas a la extracción y consumo de carbón<sup>7)</sup>. De todas formas, NBIM trata de dialogar con las empresas, ejerciendo sus derechos de propiedad mediante voto delegado en juntas de accionistas y mediante la interacción directa con dichas compañías antes de recurrir a una exclusión. El objetivo de dichas directrices es dar legitimidad al GPFG ante los ciudadanos noruegos, quienes son en realidad los propietarios del Fondo, y también salvaguardar el valor de sus activos y añadir valor a largo plazo, reconociendo que las empresas con buen gobierno corporativo tienen más potencial para generar valor para los inversores (CLARK et al., 2013).

La relación entre el Parlamento, Ministerio de Finanzas, *Norges Bank* y el Comité Ético queda reflejada en el Gráfico 5.



Gráfico 5: Relación entre el Parlamento, Ministerio de Finanzas, Norges Bank y el Comité Ético respecto a las inversiones del GPFG



Fuente: elaboración propia a partir de NBIM (2017b) y Gobierno de Noruega (2017).

#### IV. EVOLUCIÓN DE LA ESTRATEGIA INVERSORA

Como dijimos, el GPFG es un inversor pasivo que sigue unos índices y solo se permite un desvío de 1,25 puntos porcentuales de la cartera objetivo por parte de los gestores de NBIM, por lo cual se trata de una estrategia de inversión prácticamente pasiva. Su modelo de inversión se suele contrastar con el modelo de *Yale Endowment*, el fondo de inversión de la Universidad de Yale, administrado por *Yale Investment Office* (Yale Investment Office, 2017)<sup>9</sup>. Este último se caracteriza por (GREYCOURT, 2012):

- una fuerte apuesta por la renta variable,
- la voluntad de sacrificar liquidez a cambio de un mayor retorno potencial, por lo que se invierte en activos no cotizados y de bajo grado de liquidez, como capital riesgo, infraestructuras, inmuebles, compras apalancadas y hasta recursos naturales,
- la gestión activa del fondo, sin seguir ningún tipo de índice de inversión y,
- fuerte control del cerebro de esta fórmula, David Swensen, jefe de *Yale Investment Office*, quien supervisa cada decisión.

En cambio, el modelo del GPFG: i) también confía en la renta fija, que constituyó en 2016 un 34,3% de las cartera de inversión y hasta el 2006 representaba un 60%; ii) prioriza las inversiones líquidas y cotizadas para poder cuantificar en cada momento el valor del Fondo y promover la máxima transparencia, la única excepción son los inmuebles pero, como dijimos, el Ministerio no permite invertir ni en infraestructuras no cotizadas, ni en capital riesgo; iii) apuesta por la gestión pasiva, siguiendo unos índices con un desvío mínimo; iv) el Fondo es gestionado por NBIM, que consta de unas 500 personas repartidas en 35 países, y las actividades se llevan a cabo en equipo, supervisado por el Ministerio de Finanzas y el Comité Ético. Según CHAMBERS et al. (2012), entre las ventajas del modelo noruego destacan los bajos costes de gestión derivados del seguimiento de unos índices de inversión, hay menos posibilidades de que surjan problemas de agencia entre el principal (Ministerio de Finanzas) y el agente (NBIM) y facilita la contabilidad y evaluación debido a su afán de poseer activos líquidos y cotizados.

La estrategia inversora de otros grandes fondos soberanos también difiere del modelo noruego en cuanto a la diversificación de sus carteras, asignación geográfica y toma de riesgo. Por ejemplo, *Abu Dhabi Investment Authority* invierte un 32-42% en renta variable de mercados desarrollados, 10-20% en renta variable de países emergentes, 10-20% en bonos soberanos, un 5-10% en crédito, un 5-10% en propiedad inmobiliaria, 5-10% en activos alternativos, 2-8% en capital riesgo, 1-5% en infraestructuras y el resto en dinero en efectivo (ADIA, 2017). El singapurense *Temasek* es un FSI concentrado en los mercados en desarrollo asiáticos: solo invierte un 28% de sus activos en mercados norteamericanos, europeos, australianos y neozelandeses, un 29% se encuentra en Singapur y un 39% en el resto del continente asiático. Un 40% de sus activos consiste en activos no cotizados, los que el Ministerio de Finanzas de Noruega quiere evitar a toda costa, como veremos más adelante. La cartera de inversión del FSI chino *China Investment Corporation* está formada de un 45,9% de renta variable cotizada; un 15% de renta fija; un 1,9% de dinero líquido; un 37,2% de inversiones a largo plazo como infraestructuras, inmuebles, recursos naturales y capital riesgo (TEMASEK, 2017; CIC, 2017).

No obstante, FSI importantes a nivel global, como *Saudi Arabaia Monetary Authority Foreign Holdings* (SAMA FH) y los FSI rusos poseen una estrategia de inversión más conservadora que la del GPFG. Según las estimaciones de Setser y Ziemba (2009), SAMA FH siempre ha presentado un perfil inversor conservador, sobre todo si se compara con los FSI de otros países del Golfo Árabe, puesto que en torno al 80% de sus inversiones son bonos gubernamentales de bajo rendimiento, denominados principalmente en dólares, y solo un 20% en renta variable. Este hecho se explica por ser un país mucho más grande que el resto, obligado a tener activos líquidos denominados en dólares para defender la paridad de su moneda anclada al dólar y por su voluntad de reforzar las relaciones diplomáticas con EEUU, sobre todo después del 11-S (DIWAN, 2009).

En todo caso, el perfil inversor del GPFG no permaneció estática, sino que sufrió ciertos cambios. Desde 1996 hasta 2015 podemos clasificar la evolución de la estrategia inversora en dos etapas: de 1996 a 2009 se presenció una diversificación de cartera y un incremento del nivel de riesgo a cambio de un mayor retorno potencial, y de 2010 a 2016 se observó cierta estabilidad y apuesta por el conservadurismo por parte de los políticos, sin cambios sustanciales.

### 1. 1996-2009: PAULATINA DIVERSIFICACIÓN Y AUMENTO DEL RIESGO

Desde 1996 hasta 1998 el Fondo fue gestionado por *Norges Bank* como las reservas oficiales de divisas, invirtiendo únicamente en bonos gubernamentales, totalmente líquidos y seguros. Actuaba como un simple fondo de estabilización, como lo fueron los primeros FSI de países petroleros de Oriente Medio. El Fondo todavía tenía un tamaño muy limitado y los gestores de *Norges Bank* carecían de conocimientos en los mercados de renta variable, por ello no se habló de cambiar esta estrategia.

Sin embargo, en 1997 el valor del Fondo creció más de lo esperado y las previsiones de *Norges Bank* apuntaban a incrementos aún mayores debido a que la economía noruega estaba saneada y no precisaba inyecciones procedentes del Fondo. En enero de 1998 el Gobierno dio luz verde a la propuesta de *Norges Bank* de invertir hasta el 40% del dinero del Fondo en activos de renta variable y se fundó NBIM dentro del banco para encargarse de dichos títulos, puesto que el departamento que administraba las reservas de divisas carecía de experiencia en títulos de renta variable (SKANCKE, 2003). Según BØHN y VIKØREN (1999), la inclusión de renta variable con un peso del 30-50% incrementaba la rentabilidad potencial de las inversiones en comparación con una cartera compuesta solo de obligaciones, y a largo plazo reducía el riesgo. En 2000, siguiendo las recomendaciones de *Norges Bank*, el Gobierno acordó añadir al universo de inversión los mercados emergentes para incluir a países con ciclos económicos menos correlacionados con los de Noruega, y la propiedad máxima que el Fondo podía tener en una sola entidad se incrementó del 1% al 3% de su capital total. De esta forma, el GPFG comenzó a operar como un FSI, no solamente como un mero fondo de estabilización, sino como un gestor de la riqueza petrolera del país a largo plazo que podía permitir correr un mayor riesgo a corto plazo a cambio de una mayor rentabilidad potencial a largo plazo.

En 2002 se permitió la inversión en bonos no gubernamentales, como los corporativos y respaldados por hipotecas y en 2004 el ámbito geográfico del Fondo se amplió al incorporar más mercados emergentes como China e India. Este incremento del protagonismo de activos más arriesgados fue controvertido debido a que llegó en medio de la crisis de los puntocom y el Fondo sufrió una pérdida real neta del 3,66% en 2001 y del 6,62% en 2002 (Tabla 1). A pesar de ello, *Norges Bank* no paró de recomendarle al Ministerio de Finanzas que aceptase una diversificación aún mayor, incorporando bonos indexados a la inflación, activos inmobiliarios y capital riesgo (NORGES BANK, 2002).

**Tabla 1: Rentabilidad anual bruta por tipo de inversión, rentabilidad anual real neta y rentabilidad anual real neta media desde enero de 1998, en %, 1997-2016**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Rentabilidad anual bruta</b>	9,07	9,26	12,44	2,49	-2,74	-4,74	12,59	8,94	11,09	7,92
<b>Renta fija</b>	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	9,9	5,26	6,1	3,82	1,93
<b>Renta variable</b>	-	12,86	34,81	-5,82	-14,6	-24,39	22,84	13	22,49	17,04
<b>Inmuebles</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Rentabilidad anual real neta</b>	7,17	8,2	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,3	8,46	5,57
<b>Rentabilidad anual real neta desde 1998</b>	-	8,12	11,01	0,45	3,64	2,53	3,69	4,01	4,47	4,58
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Rentabilidad anual bruta</b>	4,26	-23,3	25,62	9,62	-2,54	13,42	15,95	7,58	2,74	6,92
<b>Renta fija</b>	2,96	-0,54	12,49	4,11	7,03	6,68	0,1	6,88	0,33	4,32
<b>Renta variable</b>	6,82	-40,71	34,27	13,34	-8,84	18,06	26,28	7,9	3,83	8,72
<b>Inmuebles</b>	-	-	-	-	-4,37	5,77	11,8	10,4	10	0,78
<b>Rentabilidad anual real neta</b>	1,05	-24,38	23,45	7,57	-2,63	11,18	14,29	6,31	1,8	5,27
<b>Rentabilidad anual real neta desde 1998</b>	4,25	1	2,7	3,05	2,42	2,97	3,65	3,8	3,7	3,79

Nota: la rentabilidad real neta descuenta la inflación y los gastos de gestión del Fondo.

Fuente: NBIM (varios años).

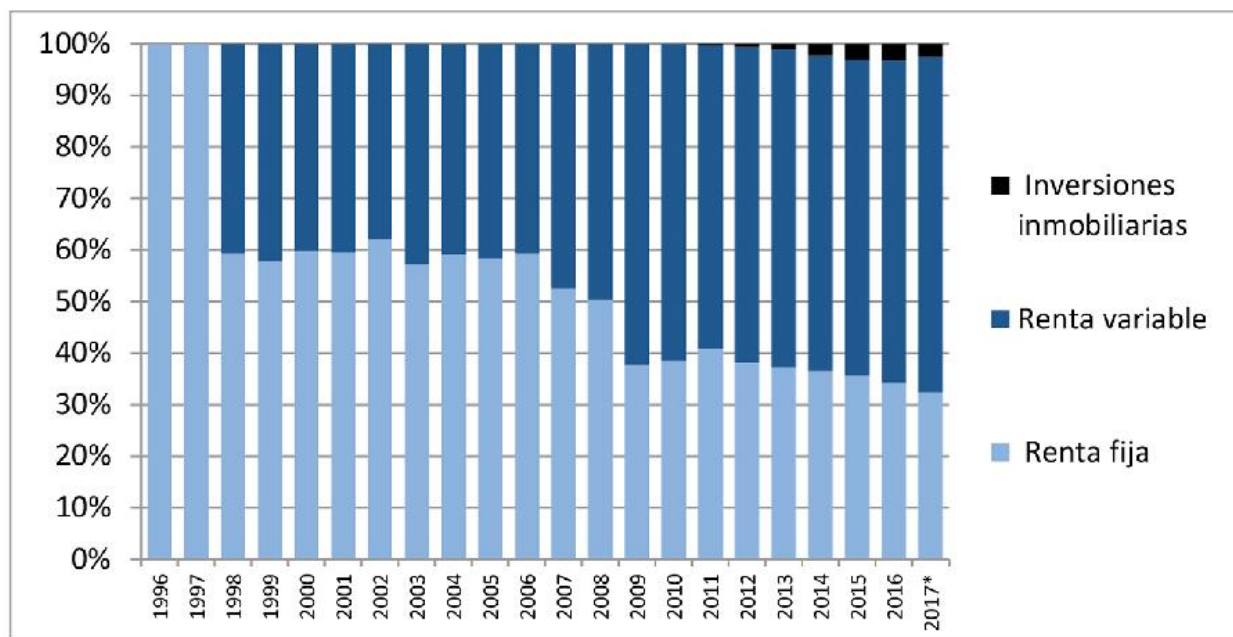
En 2006 llegó un cambio importante: la porción de inversión en renta variable subió del 40 al 60% y, de forma simétrica, el peso de la renta fija bajó del 60 al 40%. Este cambio también fue sugerido por *Norges Bank* en 2004 y fue apreciado por el Ministerio de Finanzas (Ministerio de Finanzas, 2007). Además, en este año se cambió el nombre del *Norwegian Petroleum Fund* a GPFG y la propiedad máxima que el Fondo podía tener en una sola entidad se incrementó del 3% al 5% de su capital total. En 2008 ese porcentaje se incrementó hasta el 10% (Ministerio



de Finanzas, 2008). El proceso de compra de renta variable en detrimento de los bonos fue un proceso gradual, comenzó en 2007 y culminó en 2009 (Gráfico 6). En 2010 se dio luz verde a las inversiones en activos inmobiliarios, ya planteadas por *Norges Bank* en el año 2002, cuyo porcentaje podía ascender hasta un 5% del valor del Fondo –en detrimento de la renta fija– (MINISTERIO DE FINANZAS, 2009). Su primera adquisición fue una propiedad en *Regent Street* de Londres en abril de 2011. Fue otro paso controvertido, puesto que llegó justo después de la crisis de las hipotecas *subprime* y el estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU y parte de Europa, que resultó en un retorno anual bruto negativo del 23,3% en 2008 (Tabla 1). Debido a este hecho y la presión social recibida, el Ministerio decidió reducir el margen de la gestión activa del Fondo del 1,5% al 1% (MINISTERIO DE FINANZAS, 2010).

Gráfico 6: Composición de la cartera de inversiones del GPF, en % del total.

1996- junio 2017



Fuente: NBIM (varios años).

En cuanto a la distribución geográfica de las inversiones, cabe destacar que hasta 2012 el Ministerio determinaba que un 50% de los valores de renta fija debían invertirse en Europa, un 35% en América y África, y un 15% en Asia y Oceanía. En cuanto a la renta fija, los pesos respectivos eran 60%, 35% y 5%. Por tanto, se trataba de un FSI europeo centrado en Europa, muy centrado en el Reino Unido, Francia, Alemania y Suiza. El Ministerio de Finanzas justificaba esta apuesta por los mercados europeos debido al factor del riesgo del tipo de cambio: «Como Noruega importa sobre todo de Europa, ha sido lógico pensar que invertir en mercados europeos podía proteger el poder de adquisición del Fondo contra el riesgo cambiario» (MINISTERIO DE FINANZAS, 2012, p. 31). Además, la región «América y África» consistió prácticamente solo en títulos de EEUU y Canadá –Brasil, México y Sudáfrica eran los otros países pero su peso era ínfimo–. Lo mismo sucedía con «Asia y Oceanía», dominada por los activos nipones y alguno australiano. Sin embargo, la fuerte apuesta por los países europeos no es ventajosa para la diversificación del riesgo, puesto que son economías geográficamente cercanas, y con ciclos económicos positivamente correlacionados con los de Noruega por lo que, si el país escandinavo sufriese una recesión, lo más probable sería que los países del Viejo Continente también registrarán recesión en detrimento de la rentabilidad del GPF.

En realidad, la evolución hacia una cartera más diversificada y arriesgada es fruto de la relación de agencia entre el Parlamento/Ministerio de Finanzas (principal) y NBIM (agente), caracterizada por asimetrías de información. En efecto, el agente goza de una información más completa que el principal al poseer conocimientos de primera mano sobre sus inversiones, el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y poder sugerir modificaciones para la lógica inversora del Fondo. Por otro lado, los políticos y burócratas cuentan con conocimientos limitados sobre gestión financiera y son más competitivos en temas éticos, de transparencia y geoestrategia (FINANCIAL TIMES, 2017; KAPOOR, 2017). Debido a esta asimetría de información, NBIM y el banco central han incrementado su influencia en la gestión del GPF y los políticos dieron luz verde a numerosas de sus propuestas, alentados por las altas ganancias conseguidas por la administración del Fondo entre 2000 y 2007 (Tabla 1). No obstante, en caso de que hubiese un escándalo (como las inversiones en empresas poco éticas) cubierto por la prensa o unas turbulencias financieras, los políticos se vuelven más conservadores. Esto es lo que pasó tras la crisis financiera del 2008, que volvió a los responsables políticos del país más cautos respecto a la progresiva elevación del riesgo de la cartera de inversión.

## 2. 2010-2016: ESTABILIDAD Y AVERSIÓN AL CAMBIO

La crisis financiera del 2008 tuvo un impacto negativo sustancial sobre el retorno de los FSI y fondos de pensiones, especialmente para aquellos que mayor riesgo habían asumido, como ADIA o *Qatar Investment Authority*. El GPF también fue una de las grandes víctimas de la crisis financiera de 2007-2008, que acabó con *Lehman Brothers*, *Freddy Mac*, *Fannie Mae* y *Washington Mutual*. El retorno anual bruto fue del -23,3%, provocado casi exclusivamente por la cartera de la renta variable, y después de descontar la inflación y los costes de gestión se quedó en -24,38% (Tabla 1). En primavera de 2008 el GPF adquirió numerosas acciones de empresas europeas a cambio de vender bonos debido a la confianza en las oportunidades presentadas por unos mercados financieros más turbulentos (REUTERS, 2008). Según *Financial Times* (2008), NBIM hasta añadió acciones de *Lehman Brothers* justo antes del colapso, pero no confirmó inmediatamente los detalles de las pérdidas en su informe del tercer trimestre, sino que se limitó a ofrecer información sobre la tasa de retorno para la cartera total y de renta variable (CANER y GRENNES, 2009). El gran peso de la renta variable recibió muchas críticas, al igual que el margen de gestión activa de NBIM, que desvió recursos de la cartera objetivo prefijada hacia activos más arriesgados.

Tras el desempeño financiero desfavorable de 2008, el Ministerio de Finanzas solicitó recomendaciones sobre el diseño futuro de la estrategia inversora. Recibió tres informes importantes, uno interno, elaborado por DIMSON et al. (2010), y dos externos sobre la gestión activa del Fondo:

uno realizado por tres profesores de prestigiosas escuelas de negocios, ANDREW ANG, WILLIAM GOETZMANN y STEPHEN SCHAEFER (ANG et al., 2009), y otro por la consultoría Mercer (2009). Los informes externos defendieron el papel de la gestión activa, muy baja en comparación con la de otros inversores institucionales, y con potencial de añadir valor a largo plazo, a pesar de que a corto plazo pudiese generar resultados no deseados debido a la coyuntura económica. Subrayaron el horizonte de inversión amplio del GPF y su capacidad de sortear pérdidas a corto plazo, por eso recomendaron no realizar cambios procíclicos en la estrategia de inversión pese a la crisis económica. El informe interno del Comité Estratégico del Ministerio, liderado por ELROY DIMSON, argumentaba que la cartera formada por un 60% de renta variable y 40% de renta fija era frecuente entre inversores institucionales y también puso énfasis en el horizonte de inversión a largo plazo del Fondo y su tolerancia a una pérdida a corto plazo, ya que no tenía obligaciones de pagar pensiones. Al igual que los informes externos, abogaba por no modificar la estrategia inversora debido a una situación coyuntural y no ceder a las presiones cortoplacistas de los medios de comunicación. Las sugerencias fueron tomadas en cuenta por el Ministerio de Finanzas, que solamente redujo el margen de maniobra de NBIM en cuanto a la gestión activa de 1,5% a 1% pero no modificó la composición de la cartera objetivo.

Gracias a la recuperación de los mercados financieros en 2009 y 2010 el Fondo anotó ganancias considerables de nuevo, compensando las pérdidas del 2008 fatídico (Tabla 1). En palabras de CHAMBERS et al. (2012, p. 77), «los inversores como el GPF deberian cosechar las recompensas en “tiempos buenos” a cambio de pagar por el riesgo (esto es, rendir poco) en “malos tiempos”. El reto principal es convencer a cinco millones de noruegos y a sus políticos sobre la sensatez de esta estrategia». Según las palabras de MARTIN SKANCKE (2008), director del Asset Management Department del Ministerio de Finanzas entre 2006 y 2001:

«Creemos que el Fondo tiene una influencia positiva en los mercados financieros internacionales mediante el fomento de la liquidez de mercado y la asignación de recursos financieros. El Fondo posee un horizonte largo de inversión, no tiene deuda ni obligaciones inminentes de retirada de fondos. La cartera se reequilibra regularmente para ajustar los pesos actuales de la cartera a los pesos estratégicos estipulados. Por consiguiente, el Fondo generalmente estará comprando renta variable cuando los precios sufran una caída relativa, y viceversa. Esto también constituye un factor estabilizador en los mercados financieros» (SKANCKE, 2008).

En efecto, entre 2008 y 2009 el Fondo adquirió intensamente títulos de renta variable (Gráficos 3 y 6). Ello se debió a que el Ministerio de Finanzas decidió, gracias a la persuasión de *Norges Bank*, incrementar el porcentaje fijado para la renta variable en 20 puntos porcentuales en verano de 2007, desde el 40 hasta el 60%. Por tanto, NBIM comenzó un proceso de adquisición masiva de renta variable, destinando la mayor parte de las rentas petroleras transferidas por el Ministerio en 2007, 2008 y 2009 en acciones<sup>9</sup>. En 2008 el retorno neto de las inversiones en renta variable del Fondo fue negativo pero en 2009 alcanzó una cifra positiva récord (Tabla 1) que también se destinó a la adquisición de renta variable en general. Por tanto, esa adquisición de títulos tuvo lugar en un entorno de caída de precios de las acciones y crisis de liquidez. A inicios de 2009 NBIM se deshizo de un monto importante de bonos por un valor de 150 mil millones de NOK, cuando el mercado de renta fija ya había comenzado su recuperación y los precios aumentaban. Lo recaudado con las ventas se invirtió en el mercado de renta variable sobre todo en mercados europeos, inyectando liquidez en unos mercados que todavía sufrían de falta de liquidez y precios bajos hasta mediados de 2009. Sin embargo, a partir de verano de 2009 las bolsas empezaron a mostrar signos de mejora y dieron un retorno del 34,27% al Fondo ese año, por lo que la venta de bonos a favor de la compra de acciones fue realizada en el momento oportuno.

En 2011 se realizaron las primeras inversiones en activos inmobiliarios en Londres y París, para diversificar el universo de inversión y como medida para proteger al Fondo de la inflación, pues los ingresos a través de las rentas por alquiler de inmuebles se ajustan normalmente de acuerdo al índice de precios de consumo (NBIM, 2011). A 31 de diciembre de 2011 la propiedad inmobiliaria solo representó un 0,3% del valor total del GPF y su rendimiento fue negativo debido a los costes de transacción pagados solo en el momento de la adquisición (NBIM, 2011). El peso de estas inversiones ha ido incrementando lentamente hasta el 3,2% en 2016, resultando en unos rendimientos financieros positivos y altos a partir de 2012 en adelante (Tabla 1), pese a que hubo voces en contra de dichas inversiones tras el estallido de las burbujas inmobiliarias en EEUU y varios países de Europa.

Pasada la crisis financiera de 2008, surgió otra preocupación respecto a la estrategia inversora del Fondo: su rentabilidad anual real neta media contada desde enero de 1998 era inferior al 4% que estimaron como rentabilidad real neta a largo plazo a partir de analizar la rentabilidad de los mercados de valores y de bonos durante un período de 100 años (MINISTERIO DE FINANZAS, 2012): en 2010 fue de un 3,05%, en 2011 de apenas un 2,42% y en 2012 del 2,97% (Tabla 1). Además, a nivel internacional, la rentabilidad del GPF era inferior a las registradas por *Government Investment Corporation* de Singapur, ADIA y *Superannuation Fund* de Nueva Zelanda (KAPoor, 2013). El Ministerio de Finanzas y *Norges Bank* se preguntaron cómo se podía incrementar la rentabilidad del Fondo para acercarla al objetivo del 4%.

NBIM (2011) señaló que la culpa lo tenía el retorno sobre bonos, que representaban el 40% de las inversiones totales, la mayoría procedentes de economías maduras y cuya rentabilidad futura era aún más baja. El informe presentado por DIMSON et al. (2010) también hacía referencia a esta cuestión, expresando que la estrategia inversora del Fondo había sido demasiado conservadora hasta entonces. Debido al amplio horizonte de inversión del Fondo y la falta de necesidad de disponer de liquidez inmediata para realizar gastos en pensiones, identificó al GPF como un suministrador óptimo de liquidez para activos poco populares en mercados menos atractivos, carentes de capital. Por consiguiente, recomendó al Fondo asumir mayor riesgo, ampliar su exposición a activos menos líquidos y desarrollar varias formas de venta de seguros.

*Norges Bank* (2010) compartió esta visión y abogó por las inversiones en capital riesgo e infraestructuras no cotizadas, para cuya gestión desarrollaría competencias internas progresivamente, primero coinvertiendo con socios experimentados y después realizando inversiones directas. Destacó que las infraestructuras no diferían sustancialmente de las inversiones en activos inmobiliarios y los bonos indexados respecto a la inflación. Puso énfasis en las oportunidades de inversión en capital riesgo e infraestructuras relacionadas con las energías limpias y renovables, arriesgadas y menos protegidas de la inflación, pero que constituían una oportunidad para invertir debido a su potencial y escasez de financiación.

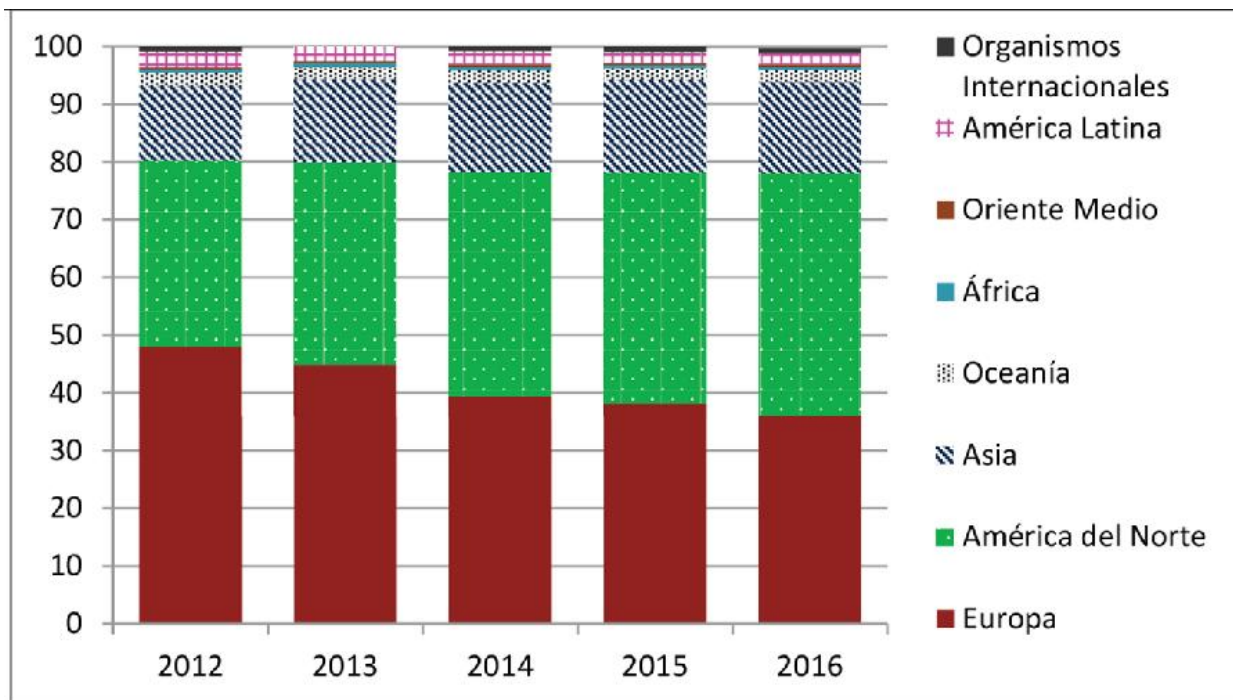
HARVEY (2012), por su parte, recomendó al Ministerio de Finanzas incrementar el peso de los mercados emergentes hasta que representaran un 16%, puesto que era en estos países donde mayores oportunidades existían para las inversiones en comparación con los mercados maduros. Obviamente, las inversiones en países en vías de desarrollo implicarían mayor volatilidad a corto plazo, menor liquidez y asumir un cierto riesgo debido a factores políticos, pero el Fondo se encontraba en una posición privilegiada pudiendo asumir estos riesgos a cambio de un mayor retorno potencial a medio-largo plazo. KAPoor (2013) del *think-tank Re-Define* realizó un estudio en el que tilda al GPF de ser un inversor excesivamente conservador por su empeño en los activos perfectamente líquidos y concentrados en países desarrollados envejecidos, sobreendeudados y con escaso dinamismo. Recomendó invertir en activos líquidos para suministrar capital productivo para países en desarrollo, especialmente de África y el Sur de Asia, y permitir que el Fondo pudiese poseer más del 10% del capital de una entidad para poder participar activamente en la toma de decisiones en las empresas o proyectos a los que financia. El autor defendió que ello podía beneficiar tanto a Noruega a través de una mayor diversificación de la cartera y retornos altos a largo plazo en unas regiones con gran potencial de crecimiento; como a los países emergentes en la forma de infraestructuras, creación de empleo, desarrollo empresarial y reducción de la pobreza. Como NBIM no posee capacidad técnica y experiencia para seleccionar infraestructuras y empresas de nueva creación a los que se debería financiar, tendría que buscar socios experimentados en este ámbito como *Norfund*, un fondo de capital riesgo perteneciente al Ministerio de Asuntos Exteriores de Noruega que provee financiación para proyectos económicos en países en desarrollo, o la Corporación Financiera Internacional perteneciente al Banco Mundial. Recomendó separar el GPF en dos ventanas diferentes: una que siguiera la estrategia de inversión que se ha seguido desde 1998, y otra centrada precisamente en dichos activos menos líquidos concentrados en países en desarrollo.

En 2012 el Ministerio de Finanzas acordó cambiar el peso asignado a cada región geográfica (MINISTERIO DE FINANZAS, 2012). Antes, según la

cartera objetivo, un 50% de los valores de renta fija debían invertirse en Europa, un 35% en América y África, y un 15% en Asia y Oceanía. En cuanto a la renta fija, los pesos respectivos eran 60%, 35% y 5%. Tras los efectos de la crisis de las deudas soberanas europeas, se decidió reducir el peso de los países europeos en la cartera al 40% en beneficio de América del Norte y Asia –de modo que hasta un 10% estuviera invertido en mercados emergentes–. Las razones por las que el Ministerio decidió prescindir de activos europeos fueron: i) la dificultad de determinar la nacionalidad de las grandes empresas que realizan sus operaciones a nivel global y la mayoría ni siquiera tiene su sede en los países en cuyas bolsas cotizan; ii) el PIB noruego está más correlacionado con el PIB de los otros países europeos que con el de países norteamericanos y asiáticos; iii) el peso del PIB de países europeos respecto al PIB mundial tiende a descender y iv) muchos países europeos se encuentran lastrados por su deuda (MINISTERIO DE FINANZAS, 2012).

En el Gráfico 7 vemos que el peso de Europa ha ido decreciendo desde 2012 y en 2016 solo representaba un 36%, y fue compensada sobre todo por la apuesta por América del Norte y en menor medida por Asia. Los pesos de Oceanía, África y Oriente Medio no han cambiado y el de América Latina hasta ha descendido desde 2% hasta 1,8%. Por ende, el GPFG siguió concentrando un 80% de sus inversiones en Europa, América del Norte y Oceanía en 2016, que son mercados desarrollados. 8,3 puntos porcentuales de los 15,8 que le corresponden a las inversiones de Asia proceden de Japón, así que la cifra correspondiente al mundo desarrollado equivale al 88% de la cartera, por lo que el GPFG sigue la misma lógica que la mayoría de FSI: invertir en mercados profundos y amplios de países avanzados (KAMINSKI, 2015).

Gráfico 7: Distribución geográfica de las inversiones, en % del total, 2012-2016



Fuente: NBIM (varios años).

En diciembre 2014 el Ministerio de Finanzas le encargó a *Norges Bank* evaluar los efectos de una posible apuesta por inversiones en infraestructuras no cotizadas y la subida del peso de activos inmobiliarios (GOBIERNO DE NORUEGA, 2014). En diciembre de 2015 *Norges Bank* envió tres cartas al Ministerio de Finanzas defendiendo la inversión en estos activos (NORGES BANK, 2015a y 2015b y 2015c). En concreto, se sugirió elevar la propiedad en inmuebles a aproximadamente un 10% del total, con un margen de desvío de  $\pm 5$  puntos porcentuales, ya que estas inversiones resultaron muy rentables en los cuatro años previos. En cuanto a las infraestructuras no cotizadas, que se equipararon a los inmuebles no cotizados aunque con un riesgo mayor, se planteó que estos activos supusiesen en torno al 0-5% del valor del Fondo al principio para adquirir experiencia, ya que NBIM todavía carecía de capacidad para gestionarlos. A cambio, el peso de la renta fija había de descender y los índices de la cartera objetivo se debían actualizar. SANZILLO et al. (2017) del *Institute for Energy Economics and Financial Analysis* abogaron por lo mismo: invertir aproximadamente un 5% del valor del GPFG en infraestructuras no cotizadas, sobre todo en las relacionadas con las energías renovables y localizadas en mercados emergentes, que podrían dar un retorno anual medio del 12-15% si se administran de forma responsable. Destacaron que otros FSI petroleros como ADIA, *Qatar Investment Authority* y *Kuwait Investment Authority* llevaban invirtiendo cada vez más en infraestructuras desde 2014.

No obstante, el Ministerio de Finanzas (2016) expresó su falta de voluntad de aceptar infraestructuras no cotizadas, alegando que existían incertidumbres sobre el potencial de estos activos para mejorar la diversificación del riesgo. Sí dio luz verde al incremento del peso en activos inmobiliarios hasta un máximo del 7% del valor del GPFG. La respuesta de las autoridades fue negativa, alegando que las inversiones en infraestructuras no cotizadas están expuestas a un alto riesgo regulativo, político e implicarían una amenaza para la buena reputación del Fondo, haciendo referencia a un estudio sobre gestión de riesgos encargado por el Ministerio a la consultoría *McKinsey & Company* (2016). Añaden que los gestores deberían adquirir más experiencia en propiedades inmobiliarias no cotizadas antes de cualquier expansión hacia otros tipos de inversiones no cotizadas. He aquí otra muestra del conservadurismo del Ministerio de Finanzas, demasiado preocupado con la transparencia y la reputación del Fondo que se discutirá en el siguiente apartado.

## V. CONFLICTO PRINCIPAL-AGENTE EN LA GESTIÓN INVERSORA DEL GPFG

Como hemos visto, el Ministerio de Finanzas de los gobiernos noruegos son abiertos a la recepción de sugerencias respecto a la gestión del GPFG, de hecho invitan a expertos en finanzas y consultores externos a elaborar informes sobre nuevos métodos en la gestión de los activos del Fondo y los estudian. Pero al final optan por un conservadurismo en cuanto a la estrategia de inversión del Fondo, autorizan los cambios con lentitud y en los últimos seis años han sido reacios a incluir cambios sustanciales pese a la magnitud de propuestas que recibieron desde

distintos agentes. El Ministerio de Finanzas sigue insistiendo en mantener un perfil de inversor en activos perfectamente líquidos y cotizados (exceptuando algunos inmuebles) de gestión pasiva, siguiendo unos índices determinados. Así los activos son fácilmente convertibles a NOK y cuantificables en todo momento, lo que es importante para el objetivo de la transparencia y contabilidad, una de las señas de identidad del GPFG.

Hay dos razones que pueden explicar este conservadurismo: i) el impacto de la crisis financiera, que generó grandes pérdidas para el GPFG en 2008 y causó indignación a través de la prensa, que tachaba a los gestores de ser amantes del riesgo; y ii) la necesidad de mantener la transparencia de la estrategia inversora e informar en cualquier momento sobre el valor del Fondo. Ello no se explica solo por mantener la buena reputación del Fondo en los mercados internacionales, sino que obedece al hecho de que los gobiernos noruegos son responsables de rendir cuentas frente a sus votantes, cuyas pensiones futuras están incluidas dentro del GPFG. No se atreven a apostar por estrategias arriesgadas como un fondo privado de pensiones, pese al horizonte largo de inversión que posee el Fondo, ni quieren implicarse en escándalos en países con unas instituciones de dudosa credibilidad, al igual que tampoco desean invertir en empresas que desarrollen actividades poco éticas ya sean de países desarrollados o menos avanzados.

En otros países donde los FSI están estrechamente vinculados a gobiernos con fuerte control sobre sus economías (como China o Rusia) o a monarquías absolutistas (Arabia Saudí, Qatar o Kuwait) los gobiernos no son completamente responsables frente a sus ciudadanos en muchos aspectos de la vida política, en comparación con Noruega u otros países europeos, por lo que tampoco van a rendir cuentas por la opacidad de la estrategia inversora de sus FSI. Tienen libertad para contratar expertos externos, escoger estrategias de inversión más arriesgadas, no necesitan hacer públicas sus carteras de inversión, ni siquiera el monto total de activos bajo gestión de los FSI. Pero el caso noruego es diferente, pues se trata de una democracia donde la mayoría de las decisiones se toman por consenso y prima la transparencia en la gestión de fondos públicos. Por ello, las inversiones poco líquidas (infraestructuras o capital riesgo) efectuadas en muchos países del Tercer Mundo no solamente son difícilmente cuantificables –sobre todo a nivel trimestral, que es la frecuencia con la que *Norges Bank* publica sus informes sobre el desempeño del Fondo– sino que pueden estar sometidas al riesgo de que un gobierno corrupto se apodere de ellas o sean destruidas en conflictos violentos. Las divisas de dichos países también pueden ser propensas a sufrir más volatilidad y podrían surgir barreras a la hora de repatriar las rentas generadas por posibles controles de capitales, lo que impactaría negativamente sobre las inversiones del Fondo cuando se convierten a NOK. Ello generaría escándalos mediáticos y debates en el Parlamento sobre la irresponsabilidad de las autoridades a la hora de permitir semejante malgasto de la riqueza nacional de todos los noruegos. A ello se añade el hecho de que los políticos y funcionarios del Ministerio de Finanzas, al igual que los ciudadanos noruegos, no son expertos en mercados financieros y en general son adversos al riesgo en sus decisiones (AARBU y SCHROYEN, 2009).

Por tanto, a la hora de salvaguardar su riqueza petrolera para el pago futuro de sus pensiones prefieren optar por una estrategia más conservadora, centrada en activos líquidos y emitidos por empresas o gobiernos de países desarrollados, incluso si ello merma de cierta forma los retornos potenciales. Además, las rentabilidades reales anuales a partir de 2009 fueron positivas y altas (Tabla 1) y los déficits públicos no petroleros inferiores al 4% del valor del Fondo (Statistics Norway, 2017), por lo que la obtención de un retorno real anual medio del 4% para cubrir los déficits públicos no petroleros ya no era un tema de preocupación. De hecho, en 2016, la rentabilidad media medida desde 1998 alcanzó un 3,79% (Tabla 1) y en el segundo trimestre de 2017 un 3,96% (NBIM, 2017), prácticamente igual al 4%.

Por otra parte, un FSI no es un banco de desarrollo ni un instrumento para la política de cooperación internacional, sino un FSI y por tanto debe maximizar las rentas financieras y servir como un fondo de estabilización y ahorro para la población noruega. En cuanto a las infraestructuras y energías renovables en países en desarrollo, el Ministerio de Asuntos Exteriores ya tiene instrumentos propios, como el ya mencionado *Norfund* o *Norad*, la agencia noruega para la cooperación internacional. Noruega es uno de los países más generosos en cuanto a la ayuda oficial al desarrollo (AOD), que equivalió al 1,11% de su producto nacional bruto (PNB) en 2016, siendo el primer mayor donante en términos de AOD/PNB y el noveno en volumen de AOD (OCDE, 2017). De hecho, en los últimos quince años superó al 0,7% de su PNB, lo que le convierte en uno de los pocos países que superan constantemente dicho nivel junto a sus vecinos escandinavos. El país también cuenta con *Norfund*, una empresa de capital riesgo de financiación para la promoción del desarrollo a través del sector privado, y con *Norad*, la agencia del Ministerio de Asuntos Exteriores que lleva a cabo programas de cooperación internacional. Por tanto, Noruega ya cuenta con instrumentos para la promoción del desarrollo en países pobres y el FSI no debería ser uno de ellos, ya que el FSI además de ser un inversor es un instrumento de transferencia intergeneracional de la riqueza petrolera que pertenece a todos los noruegos hoy vivos y por nacer.

El resumen sobre la evolución del perfil inversor del GPFG con las fechas más relevantes aparece en la Tabla 2.

**Tabla 2: Periodización de la evolución del perfil inversor del GPFG, 1996-junio 2017**

	<b>Cambios de naturaleza financiera</b>	<b>Implicaciones políticas</b>
1990-1995	Fondo únicamente como una cuenta del Ministerio de Finanzas con saldo cero en Norges Bank.	El Fondo apenas recibe atención política y mediática.
1996-1998	Primera transferencia en 1996. Inversión en bonos gubernamentales de ocho países desarrollados.	Gestor: división de Norges Bank encargado de las reservas de divisas.
1997-1998	Se permite invertir el 40% del valor del Fondo en renta variable, reduciéndose el peso de los bonos gubernamentales al 60%.	Creación NBIM como división independiente de Norges Bank especializada en gestionar el Fondo.
2001	Introducción de la regla fiscal del 4%.	Integración del GPFG en el proceso presupuestario.
2002	Incorporación de títulos de países emergentes y de renta fija no gubernamental.	Incremento de la diversificación.
2004	Introducción de las directrices éticas.	Creación del Comité Ético.
2006	Incremento del peso de la renta variable al 60% en detrimento del de la renta fija, que se reduce al 40%. Cambio del nombre del Fondo: de Norwegian Petroleum Fund a GPFG.	NBIM adquiere mayor margen de maniobra y autonomía en la gestión de la cartera. Sus sugerencias de formar una cartera más diversificada y menos aversa al riesgo son bienvenidas por el Parlamento y el Ministerio de Finanzas.
2010	Incorporación de inversiones inmobiliarias cuyo valor máximo se fijó en 5% en detrimento del peso de la renta variable. Paso controvertido tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU y Europa.	
2012	Cambios en el peso asignado a cada región geográfica, incrementándose el porcentaje de títulos procedentes de América del Norte y Asia, en detrimento de los europeos.	
2016	Incremento del peso de las inversiones inmobiliarias hasta un máximo del 7% y de la renta variable hasta un 70%, en detrimento de la renta fija. Los pesos de cada componente quedan de la siguiente forma: renta variable (max. 70%), inversiones inmobiliarias (max. 7%), renta fija (aprox. 23%). Parlamento y Ministerio de Finanzas rechazan las propuestas de NBIM y de consultorías relativos a la apuesta por infraestructuras no cotizadas y capital riesgo.	Pese a las presiones de NBIM y de consultores internacionales de diversificar la cartera aportando activos más arriesgados y menos líquidos (infraestructuras no cotizadas, capital riesgo) para incrementar la rentabilidad potencial, el Parlamento y el Ministerio de Finanzas se mantienen cautos prefiriendo los activos cotizados con alta liquidez.
2017	Cambio de la regla fiscal: el umbral del 4% del valor del GPFG que se puede	



transferir para cubrir el déficit público no petrolero se reduce al 3%.

Fuente: elaboración propia.

## VI. CONCLUSIONES

En este artículo hemos expuesto las características principales del GPF como fondo de ahorro y como inversor financiero, centrándonos en la evolución de su valor, su gobernanza y su estrategia inversora. Como vimos, se trata de un FSI que encaja perfectamente en las definiciones realizadas por la mayoría de los autores e instituciones de investigación, debido a su tamaño, su propiedad estatal, su énfasis en invertir solo en el extranjero y carencia de deuda fiduciaria. Justamente por esto último no es un fondo estatal de pensiones, a pesar de lo que sugiere su nombre engañoso, las autoridades todavía no han establecido ninguna pauta para el pago futuro de las pensiones a partir del dinero del Fondo.

Es un FSI que ha evolucionado a lo largo de sus más de veinte años de existencia (descontados los cinco primeros años en los que no disponía de fondos): ha pasado de ser un fondo puramente estabilizador de ciclos económicos centrado en bonos gubernamentales a convertirse en un fondo de ahorro diversificado y capaz de asumir riesgos a corto plazo para administrar la riqueza petrolera del país nórdico. Entre 1996 y 2009 su estrategia inversora pasó por una mayor diversificación en cuanto a tipo de activos y ámbito geográfico, gracias al poder de influencia de *Norges Bank* /NBIM sobre el Gobierno. Sin embargo, a partir del impacto negativo de la crisis financiera de 2008 los políticos y funcionarios han apostado por cierto inmovilismo pese a las recomendaciones constantes de NBIM, y varias consultorías de invertir en activos no cotizados, capital riesgo y expandirse más hacia países en desarrollo. El Fondo permanece como un inversor pasivo que sigue unos índices predeterminados, concentra casi el 90% de sus activos en países desarrollados y solo admite títulos líquidos y perfectamente cuantificables en todo momento. La transparencia y contabilidad han sido sus señas de identidad a las cuales no quiere renunciar a cambio de un retorno supuestamente superior a largo plazo.

Su desempeño general entre 1998 y junio de 2017 ha sido positivo, no hace falta más que fijarse en la multiplicación espectacular de su valor, no ya solo por las grandes transferencias de rentas petroleras procedentes del Estado, sino también por la generación de rentabilidad en los mercados financieros internacionales a través de la gestión de NBIM (Gráfico 4). Su rentabilidad anual media, descontados la inflación y los costes de gestión, fue de 3,96% en este intervalo de tiempo, una cifra casi equivalente al 4% esperado en 2001. No obstante, las autoridades tampoco esperaban que su valor experimentase incrementos tan gigantescos debidos al efecto de los precios del petróleo y a la revisión al alza de las reservas de hidrocarburos.

Por último, aparte de ser uno de los FSI más transparentes del mundo, no solamente apuesta por maximizar las rentas financieras a corto plazo sino también por el fomento de la responsabilidad social corporativa mediante las directrices éticas, el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de NBIM y el mecanismo de exclusión llevada a cabo por el Comité Ético. Estas directrices están motivadas por el deseo de dar legitimidad al Fondo en Noruega y para ejercer influencia sobre empresas extranjeras, fundamentada en consideraciones sociales, ambientales y de gobernanza, no como un instrumento de carácter geopolítico. La justificación económica se basa en que los factores sociales, ambientales y de gobernanza tienen impactos sobre el desempeño financiero a largo plazo de las empresas en las que invierte el Fondo.

## BIBLIOGRAFÍA

- AARBU, K. O. y SCHROYEN, F. (2009). Mapping Risk Aversion in Norway Using Hypothetical Income Gambles. *Department of Economics Discussion Paper* 13/2009, Norwegian School of Economics (NHH), Bergen. Obtenido de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1554890](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1554890) (última consulta 10/01/2017).
- ADIA (2017). *Annual Review 2016*. Obtenido de <http://www.adia.ae/En/pr/2016/> (última consulta 11/10/2017).
- ANG, A. et al. (2009). *Evaluation of Active Management of the Norwegian GPF*. Oslo. Obtenido de <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/report%20Norway.pdf> (última consulta 31/01/2016).
- ASHBY, B. y MONK, H.B. (2008). Is CalPERS a Sovereign Wealth Fund? *Centre of Retirement Research*, n. 8-21, December, Boston College. Obtenido de [http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB\\_8-21-508.pdf](http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB_8-21-508.pdf) (última consulta 15/06/2016).
- AVENDAÑO, R. y SANTISO, J. (2011). Are Sovereign Wealth Funds Politically Biased? A Comparison with other Institutional Investors. En BOUBAKRI, N. y COSSET, J. C. (eds.), *Institutional Investors in Global Capital Markets* (pp. 313-353). Bingley: Emerald Group Publishing.
- BAGNALL, A. E. y TRUMAN, E. M. (2013). Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: an Updated Sovereign Wealth Fund Scoreboard. *Policy Brief* 13-19, Peterson Institute for International Economics. Obtenido de <https://piie.com/publications/pb/pb13-19.pdf> (última consulta 15/12/2016).
- BOHN, H. y VIKØREN, B. (1999). Petroleumsfondet-En ny stor oppgave for Norges Bank. *Norges Banks Skriftserie*, H28 /1999/s128 12s, Oslo. Obtenido de <http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/publikasjoner/skriftserie/skriftserie-28/artikkel-11.pdf> (última consulta 09/10/2016).
- CANER, M. y GRENNES, T. (2009). Performance and Transparency of the Norwegian Sovereign Wealth Fund. *Revue d'économie financière*, 9 (1), 119-125.
- CAPAPÉ, J. y GUERRERO BLANCO, T. (2013). *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds*. ESADE Business School Research Paper, 21. Obtenido de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2391165](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2391165) (última consulta 11/10/2017).
- CASTELLI, M. y SCACCIAVILLANI, F. (2012). *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. Chichester: Wiley Finance.
- CHAMBERS, D. et al. (2012). The Norway Model. *Journal of Portfolio Management*, 38 (2), 67-81.
- CIC (2017). *Annual Report 2016*. Obtenido de <http://www.ifswf.org/content/china-investment-corporation-2016-annual-report> (último acceso 11/10/2017).
- CLARK, G. L. et al. (2013). The Ethics of Global Investment: Norway's Government Pension Fund. En CLARK, G. L. et al. (eds.), *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power* (pp. 67-85). Princeton: Princeton University Press.
- DAS, D. K. (2009). Sovereign Wealth Funds: the Institutional Dimension. *International Review of Economics*, 56 (1), 85-104.
- DIMSON, E. et al. (2010). *Investment Strategy and the GPF*. Oslo. Obtenido de <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens->



- [pensjonsfond/sr\\_final\\_gpfg\\_25nov.pdf](#) (última consulta 31/01/2016).
- DIWAN, K. S. (2009). Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds. *Geopolitics*, 14, 345-359.
- DREZNER, D. W. (2008). Sovereign Wealth Funds and the (In)Security of Global Finance. *Journal of International Affairs*, 62 (1), 115-130.
- FINANCIAL TIMES (2008, septiembre 21). *Norwegians lose with bet on Lehman bail-out* . Obtenido de <https://www.ft.com/content/e3e3255a-8694-11dd-959e-0000779fd18c> (último acceso 07/10/2016).
- FINANCIAL TIMES (2017, mayo 17). *Norway's Oil Fund in Need of a Governance Update* . Obtenido de <https://www.ft.com/content/64dfdd8e-3a3b-11e7-821a-6027b8a20f23> (último acceso 07/10/2017).
- GELB, A. (2014). Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance: Risks and Opportunities. *Policy Research Working Paper* ; N. 6776. World Bank, Washington. Obtenido de <http://documents.worldbank.org/curated/en/788391468155724377/pdf/WPS6776.pdf> (última consulta 21/06/2016).
- GITFSI (2008). *Principios de Santiago* . Washington. Obtenido de [http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg\\_santiago\\_principles\\_oct2008\\_es.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg_santiago_principles_oct2008_es.pdf) (última consulta 11/02/2017).
- GOBIERNO DE NORUEGA (2014). *Evaluation of infrastructure investment in the Government Pension Fund Global* . Obtenido de <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/Evaluation-of-infrastructure-investment-in-the-Government-Pension-Fund-Global/id2342720/> (última consulta 02/11/2016).
- GOBIERNO DE NORUEGA (2017). *Government Pension Fund Global (GPGF)* . Obtenido de <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027/> (última consulta 08/10/2017).
- GREYCOURT, C. (2012). *White Paper N. 55: Yale versus Norway* . Obtenido de <https://www.greycourt.com/wp-content/uploads/2012/09/WhitePaperNo55-YaleVersusNorway.pdf> (última consulta 15/11/2016).
- HARVEY, C. R. (2012). *Allocation to Emerging Markets in a Globally Diversified Portfolio* . Oslo. Obtenido de <https://www.regjeringen.no/contentassets/f453b48778c342d9a7ed8d6810d6cea4/harvey.pdf> (última consulta 31/10/2016).
- KAMINSKI, T. (2015). Las inversiones de los fondos soberanos en los países en desarrollo. *Revistas ICE*, 882, 119-131.
- KAPOOR, S. (2013). *Investing in the Future. Good for Norway-Good for Development. Re-Define y Norwegian Church Aid* . Obtenido de <http://re-define.org/sites/default/files/sites/default/files/images/ReDefineReportonNorwaySWF.pdf> (última consulta 10/01/2017).
- KAPOOR, S. (2017, septiembre 5). *Hvordan Oljefondet styres er viktigere enn valget. Aftenposten* . Obtenido de <https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/nzV2o/Hvordan-Oljefondet-styres-er-viktigere-enn-valget---Sony-Kapoor> (última consulta 11/12/2017).
- McKINSEY & COMPANY (2016). *Unlisted Infrastructure Investments. External review of Political, Regulatory, and Reputational Risks* . Oslo. Obtenido de [https://www.regjeringen.no/contentassets/312e6001471045cc80be9b86b1fdae4d/risks\\_in\\_unlisted\\_infrastructure.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/312e6001471045cc80be9b86b1fdae4d/risks_in_unlisted_infrastructure.pdf) (última consulta 11/10/2017).
- MERCER (2009). *Norwegian Ministry of Finance - Survey on Active Management* . Obtenido de <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/mercer--active-management-survey.pdf> (última consulta 31/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2007). *On the Management of the Government Pension Fund in 2006* . Oslo. Obtenido de [https://www.regjeringen.no/contentassets/eeb49ccf49b94cfe881fdae678efa537/en-gb/pdfs/stm200620070024000en\\_pdfs.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/eeb49ccf49b94cfe881fdae678efa537/en-gb/pdfs/stm200620070024000en_pdfs.pdf) (última consulta 28/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2008). *On the Management of the Government Pension Fund in 2007* . Oslo. Obtenido de [https://www.regjeringen.no/contentassets/da322fb72676470586b5f314523d8192/en-gb/pdfs/stm200720080016000en\\_pdfs.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/da322fb72676470586b5f314523d8192/en-gb/pdfs/stm200720080016000en_pdfs.pdf) (última consulta 28/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2009). *Investment Policy for Real Estate* . Oslo. Obtenido de [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/parteners\\_group\\_investment\\_policy\\_real\\_estate.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/parteners_group_investment_policy_real_estate.pdf) (última consulta 28/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2010). *On the Management of the Government Pension Fund in 2009. Oslo*. Obtenido de [https://www.regjeringen.no/contentassets/2cc99f646be747ffa9b6cec9459d830c/en-gb/pdfs/stm200920100010000en\\_pdfs.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/2cc99f646be747ffa9b6cec9459d830c/en-gb/pdfs/stm200920100010000en_pdfs.pdf) (última consulta 28/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2012). *On the Management of the Pension Fund in 2011* . Oslo. Obtenido de <https://www.regjeringen.no/en/dokumenter/meld.-st.-17-20112012/id676409/> (última consulta 31/10/2016).
- MINISTERIO DE FINANZAS DE NORUEGA (2016). *Unlisted Investments in the Government Pension Fund* . Obtenido de <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/unlisted-investments-in-the-government-pension-fund/id2481852/> (última consulta 02/11/2016).
- NBIM (varios años). *Annual Report* . Oslo. Obtenidos de <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> (última consulta 13/10/2017).
- NBIM (2011). *On Fixed-Income Investments* . Obtenido de [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/2011/nbimmemo\\_fixed-income\\_investments.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/2011/nbimmemo_fixed-income_investments.pdf) (última consulta 31/10/2016).
- NBIM (2017a). *Annual Report 2016* . Oslo. Obtenido de <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/2016/annual-report-2016/> (última consulta 09/10/2017).
- NBIM (2017b). *Investment mandates* . Oslo. Obtenido de <https://www.nbim.no/contentassets/43615da4359c4a47a60ee55e03511589/nbim-ceo-investment-mandate.pdf> (última consulta 09/10/2017).
- NORGES BANK (2010). *Norges Bank's assessment of the basis for unlisted investments focusing on the environment and sustainable growth* . Oslo. Obtenido de <https://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2011-and-older/2010/an-assessment-of-the-basis-for-unlisted-investments-focusing-on-the-environment-and-sustainable-growth/> (última consulta 31/10/2016).
- NORGES BANK (2015a). *The framework for the management of the Government Pension Fund Global* . Obtenido de

<http://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2015/the-framework-for-the-management-of-the-government-pension-fund-global/> (última consulta 02/11/2016).

NORGES BANK (2015b). *Government Pension Fund Global – Investments in infrastructure*. Obtenido de <http://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2015/government-pension-fund-global-investments-in-infrastructure/> (última consulta 02/11/2016).

NORGES BANK (2015c). *Government Pension Fund Global – Investments in Real Estate*. Obtenido de <http://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2015/government-pension-fund-global-investments-in-real-estate/> (última consulta 02/11/2016).

NORSKPETROLEUM (2017). *The Government's Revenues*. Obtenido de <http://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/> (última consulta 15/11/2017).

OCDE (2017). *Development Co-operation Report 2017*. París. Obtenido de <http://www.oecd.org/dac/development-co-operation-report-20747721.htm> (última consulta 11/10/2017).

REUTERS (2008, mayo 29). *Norway Oil Fund Big Buyer of Stocks, Eyes New Deals*. Obtenido de <http://www.reuters.com/article/us-norway-fund/norway-oil-fund-big-buyer-of-stocks-eyes-new-deals-idUSL2967976620080529> (última consulta 15/09/2016).

ROZANOV, A. (2005). Who holds the Wealth of Nations? *Central Banking Journal*, 15 (4), 52-57.

SANZILLO, T. et al. (2017). *Making the Case for Norwegian Sovereign Wealth Fund Investment in Renewable Energy Infrastructure*. Institute for Energy Economics and Financial Analysis. Cleveland. Obtenido de <http://ieefa.org/wp-content/uploads/2017/02/Making-the-Case-for-Investment-in-Renewable-Energy-Infrastructure-February-2017.pdf> (última consulta 11/10/2017).

SETSER, B. y ZIEMBA, R. (2009). GCC Sovereign Funds. *Center for Geoeconomic Studies, WP 1/2009*, Council on Foreign Relations. Obtenido de <https://www.cfr.org/report/gcc-sovereign-funds> (última consulta 15/10/2016).

SKANCKE, M. (2003). Fiscal Policy and Petroleum Fund Management in Norway. EN DAVIS, J.M. et al. (eds.). *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries* (pp. 316-338). Washington: International Monetary Fund.

SKANCKE, M. (2008). *Foreign Government Investment in the U.S. Economy and Finance*. Subcommission on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology and Subcommission on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises. Washington. Obtenido de <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hrg41725/html/CHRG-110hrg41725.htm> (última consulta 13/11/2016).

SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE (2017). *Sovereign Wealth Fund Rankings*. Obtenido de <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (última consulta 09/10/2017).

STATISTICS NORWAY (2017). *Statbank. National accounts*. Oslo. Obtenido de <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=knr&CMSSubjectArea=nasjonalregnskap-og-konjunkturer&PLanguage=1&checked=true> (última consulta 11/10/2017).

TEMASEK (2017). *Temasek Review 2017*. Obtenido de <http://www.temasek.com.sg/documents/download/downloads/20170709011245/temasek-review-2017.pdf> (última consulta 11/10/2017).

WIRTH, E. (2017). *Los fondos soberanos de inversión y su coordinación con políticas macroeconómicas: el caso de Noruega, 1990-2015*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

YALE INVESTMENT OFFICE (2016). *The Yale Endowment 2016*. New Haven. Obtenido de <http://investments.yale.edu/endowment-update/> (última consulta 11/10/2017).

---

## FOOTNOTES

1

De hecho hasta 2006 el GPF se llamaba Fondo Gubernamental de Petróleo de Noruega (*Government Petroleum Fund of Norway*), pero las autoridades decidieron cambiar la denominación para convencer a los ciudadanos de que el Fondo serviría para pagar sus futuras pensiones y las de sus descendientes.

2

Estas rentas incluyen tanto impuestos sobre las empresas petroleras como ingresos netos procedentes de los campos petrolíferos pertenecientes al Estado y dividendos generados por *Statoil*, la operadora petrolera noruega cuya mayoría de acciones (66,7%) se encuentran en manos del Estado.

3

El PIB continental excluye las actividades *offshore*: la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con dicha extracción, el transporte de hidrocarburos mediante tuberías y el transporte marítimo.

4

Nestlé, Apple, Roche, Novartis, BlackRock, Shell, Alphabet, Microsoft o Vodafone son las empresas donde más ha invertido en los últimos años (NBIM, varios años).

---

5

Descontados la inflación y los costes de gestión del personal de NBIM.

---

6

Desde la constitución del GPFG las autoridades tuvieron claro que había que invertir en activos extranjeros denominados en divisas, como mecanismo de esterilización macroeconómica:

- En primer lugar, debido a que los recursos del Fondo no están destinados todavía a cubrir el pago de pensiones, puede actuar como un colchón fiscal para los presupuestos generales del gobierno central. Si se invirtiese dentro de las fronteras noruegas, su función como colchón se vería sustancialmente reducida, pues para cubrir un déficit fiscal se necesitaría realizar desinversiones de proyectos domésticos para estabilizar los presupuestos, lo que provocaría la paralización de proyectos con consecuencias irreversibles.
  - En segundo lugar, al invertir en el extranjero, el proceso de diseño de los presupuestos generales se torna menos ambiguo. En caso de poseer inversiones nacionales, el Fondo podría actuar como un segundo presupuesto gubernamental, financiando partidas no estipuladas inicialmente.
  - En tercer lugar, es favorable para la diversificación y la reducción del riesgo de la cartera al poder invertir en numerosas regiones.
  - Por último, debido al incremento inesperado del Fondo, las oportunidades de inversión se hubiesen visto muy limitadas dentro de un mercado tan pequeño como Noruega.
- 

7

La lista completa de empresas excluidas y bajo observación se encuentra en: <https://www.nbim.no/en/responsibility/exclusion-of-companies/>

---

8

Esta estrategia de Yale también fue adaptada por los fondos pertenecientes a las universidades de HARVARD y STANFORD.

---

9

Dichas rentas procedentes del sector hidrocarburífero alcanzaron niveles récord gracias a los altos precios registrados por el precio del crudo entre 2006 y la primera mitad de 2008: en 2006 alcanzaron 418 miles de millones de NOK en términos reales de 2015, equivalentes al 36% de los ingresos públicos; en 2007 362 miles de millones, representando 31% de los ingresos públicos; y en 2008 458, la cifra más alta registrada hasta ahora, equivalente al 35% de los ingresos públicos de dicho año (NORSKPETROLEUM, 2017).