

Pilar L'Hotellerie-Fallois Armas*
José M.^a Serena Garralda*

PETRÓLEO Y FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES: EL CASO DE LAS ECONOMÍAS DEL GOLFO

Los elevados precios del petróleo están generando una fuerte acumulación de riqueza en los países del Golfo. Dada la importancia del sector público en la gestión de los recursos de los hidrocarburos en estos países, este ahorro se está canalizando en gran medida a través de los llamados fondos de riqueza soberana, de titularidad pública. En el artículo se estudian los mecanismos que están detrás de este fenómeno, y se realiza una estimación del tamaño de dichos fondos, que permite contextualizar su papel en los mercados financieros internacionales.

Palabras clave: petróleo, política fiscal, fondos de riqueza soberana, finanzas internacionales.

Clasificación JEL: F34, G18, O13.

1. Introducción

Los precios del petróleo han experimentado un fuerte crecimiento desde 2002, que se ha acentuado de manera espectacular en el último año. En efecto, tal y como se pone de manifiesto en el Gráfico 1, el precio del petróleo se ha incrementado en más de un 400 por 100 desde 2002, y en más de un 80 por 100 entre finales de 2006 y mayo de 2008. Este extraordinario incremento en los precios tiene importantes implicaciones sobre los flujos comerciales y financieros a nivel

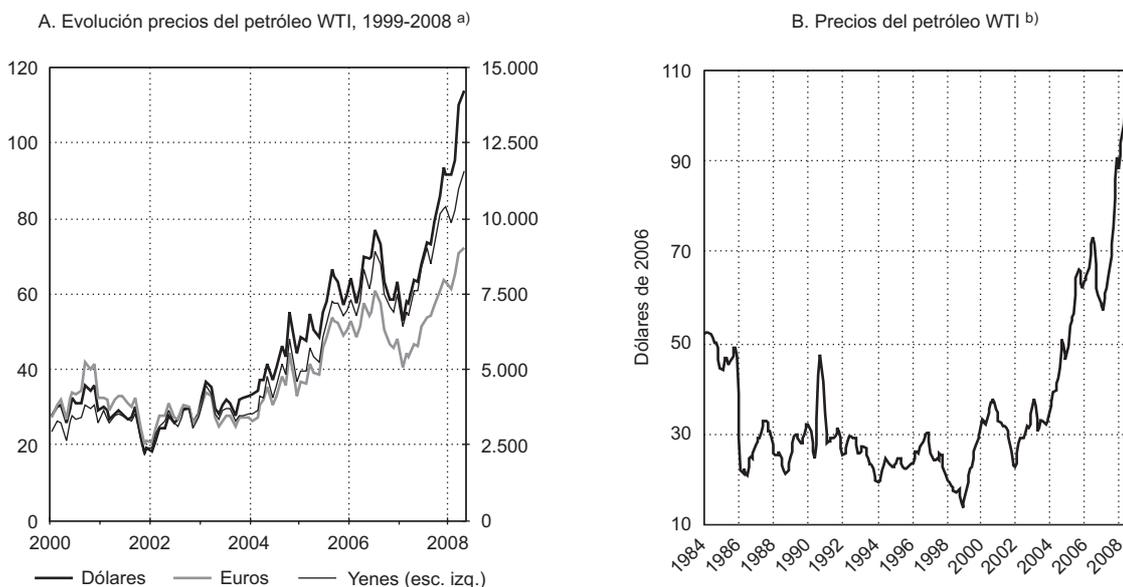
global, que han sido estudiados extensamente (véase, por ejemplo, Ruiz y Vilarrubia, 2006). De igual manera, el incremento del precio del crudo afecta de forma significativa a la distribución de la riqueza a nivel internacional, aspecto que a pesar de su importancia ha sido menos estudiado.

El propósito de este trabajo es explorar algunas de las implicaciones del notable aumento del precio del petróleo sobre los flujos financieros internacionales, a través de la redistribución de riqueza que genera. Para ello, el artículo se centra especialmente en los países del Golfo. En primer lugar, se exploran los efectos asimétricos que tienen los movimientos en los precios del petróleo sobre países exportadores e importadores de este producto. A continuación, se estudia el modo en que los países exportadores —y específicamente los países del Golfo— gestionan los ingresos que les re-

* Banco de España.

Las opiniones expresadas en este artículo reflejan las de los autores y no la opinión del Banco de España. Para cualquier comentario contactar con josemaria.serena@bde.es. Se agradece a José María Martínez Pérez su asistencia en la investigación.

GRÁFICO 1 PRECIOS DEL PETRÓLEO



NOTAS: a) Petróleo WTI = West Texas Intermediate. Serie de precios hasta el 16 de abril de 2008.
b) Media móvil trimestral.

FUENTE: ICIS Pricing y elaboración propia.

porta su principal producto de exportación. Partiendo de este análisis, se estudian algunas implicaciones del precio del petróleo para las finanzas internacionales. El apartado final presenta las principales conclusiones.

2. El aumento de los precios del petróleo: ¿a quién beneficia?

Los elevados precios del petróleo tienen un impacto notable —y muy asimétrico— a nivel internacional, pues generan importantes beneficios para el conjunto de los países exportadores de petróleo y elevan significativamente su coste para los importadores.

En las áreas geográficas tradicionalmente importadoras de petróleo —EE UU y Europa—, la tendencia al crecimiento de las importaciones, en términos reales, se ha mantenido aproximadamente constante, a pesar del

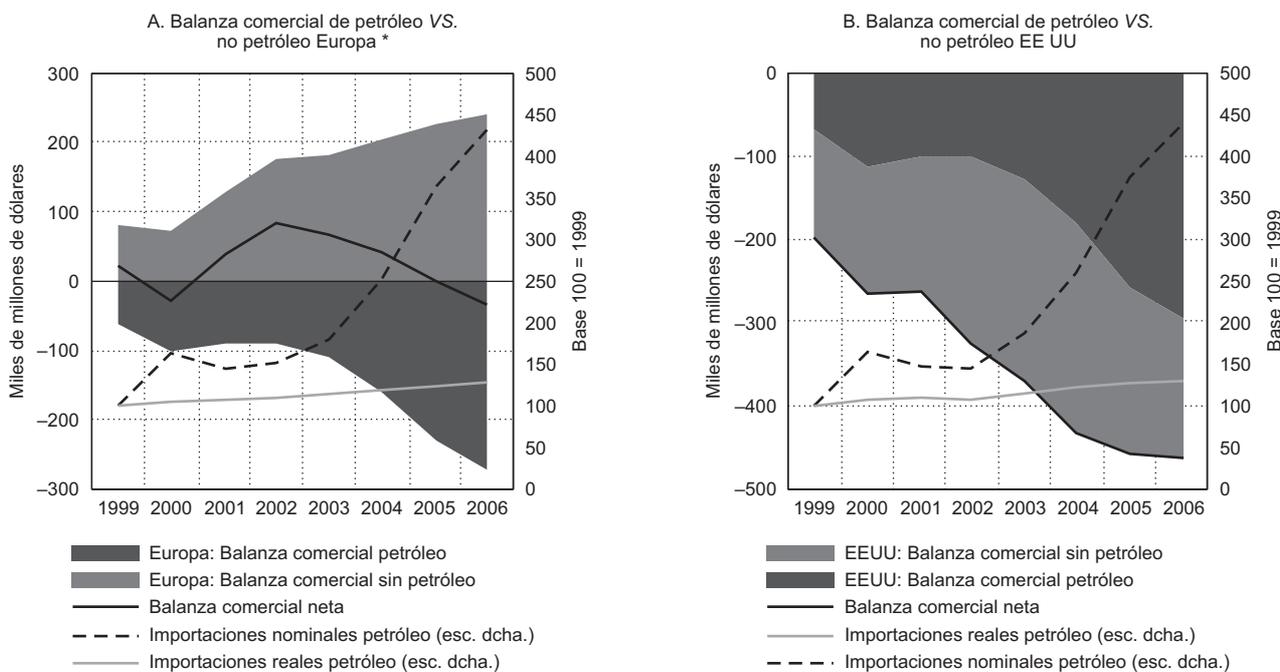
fuerte aumento de su precio, lo que ha provocado una rápida ampliación del déficit comercial en ambas áreas, tal y como muestra el Gráfico 2.

Como contrapartida, los incrementos del precio del petróleo están generando un impacto muy positivo sobre los saldos exteriores de los principales exportadores. Así, en 2006 el déficit de la balanza de petróleo en EE UU y la UE sumó más de 500.000 millones de dólares, mientras que el superávit por este mismo concepto de los países del Golfo ascendió a más de 400 millones de dólares.

Como pone de relieve el Gráfico 3, la producción de petróleo está relativamente concentrada en Oriente Medio, si bien otros países, como EE UU, Rusia, Noruega y Venezuela son también grandes productores. Las exportaciones de petróleo presentan un grado de concentración algo mayor que la producción: aunque en Orien-

GRÁFICO 2

IMPORTACIONES Y BALANZA COMERCIAL DE EE UU Y EUROPA



NOTA: * Europa = miembros europeos de la OCDE más Albania, Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovenia, Gibraltar, Macedonia, Malta, Rumanía y Serbia y Montenegro.
 Miembros europeos de la OCDE: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Eslovaquia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y Turquía.
FUENTE: BP Statistical Review of World Energy (2007) y Estadísticas nacionales.

te Medio el grueso de la producción se destina a la exportación, en otras áreas productoras al menos una parte significativa de la producción es para consumo interno.

De hecho, hay países, como es el caso de EE UU, que son simultáneamente importantes productores e importadores netos. Por último, la distribución de las reservas de petróleo a nivel internacional muestra un grado adicional de concentración en Oriente Medio, que hace prever un aumento —o al menos, un mantenimiento— del ya elevado peso de esta región como exportadora de petróleo en el futuro. Desde este punto de vista, Oriente Medio es una de las áreas geográficas

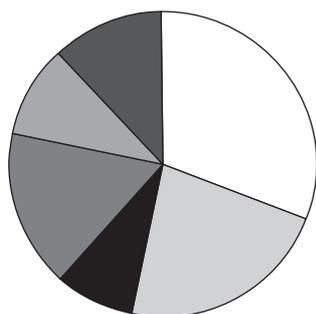
más beneficiadas por el aumento del precio del petróleo. Esta región comprende, junto a Irán, Iraq, Israel, Jordania, Líbano y Siria, a los llamados países del Golfo —los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Arabia Saudita, Qatar, Omán, Kuwait y Bahrein—. Los países del Golfo suponen en torno al 75 por 100 de las exportaciones y de la producción de petróleo de Oriente Medio, y se estima que poseen alrededor del 65 por 100 de las reservas de la región, como muestra el Gráfico 4.

Pese a tener muchos rasgos en común, existen ciertamente diferencias importantes entre los países del Golfo. Así, dentro del elevado peso del petróleo en sus economías, que se sitúa, en media, en torno al 50

GRÁFICO 3

PRODUCCIÓN, EXPORTACIÓN Y RESERVAS DE PETRÓLEO A NIVEL MUNDIAL

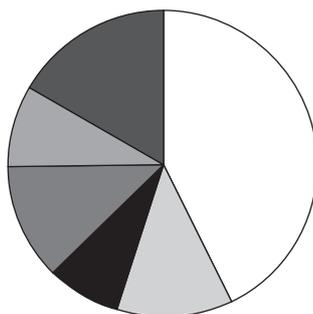
A. Producción de petróleo a nivel mundial, 2006 *



Total: 29.000 millones de barriles

- Total Oriente Medio (31,0%)
- Total Europa y Eurasia (22,0%)
- Total América Sur y Central (8,0%)
- Total Norte-América (17,0%)
- Total Asia Pacífico (10,0%)
- Total África (12,0%)

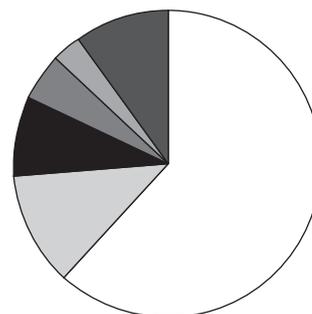
B. Exportación de petróleo a nivel mundial, 2006 *



Total: 19.200 millones de barriles

- Total Oriente Medio (38,4%)
- Total Europa y Eurasia (11,1%)
- Total América Sur y Central (7,0%)
- Total Norte-América (10,9%)
- Total Asia Pacífico (8,2%)
- Total África (15,0%)

C. Reservas de petróleo a nivel mundial, 2006 *



Total: 1,2 billones de barriles

- Total Oriente Medio (61,5%)
- Total Europa y Eurasia (12,0%)
- Total América Sur y Central (8,6%)
- Total Norte-América (5,0%)
- Total Asia Pacífico (3,4%)
- Total África (9,7%)

NOTA: * Oriente Medio = Península Arábiga, Iran, Iraq, Israel, Jordania, Líbano y Siria.

FUENTE: BP Statistical Review of World Energy (2007).

por 100 del PIB, el peso del sector del petróleo es mayor en Kuwait, Qatar y Arabia Saudita, y más reducido en Bahrein, tal y como muestra el Gráfico 5.

Además, existen importantes diferencias en el tamaño absoluto de los países, siendo Arabia Saudita el país más grande de la región, con gran diferencia sobre Kuwait y Emiratos Árabes Unidos (EAU), cuyo peso es a su vez muy superior al de Omán y Qatar.

Finalmente, Bahrein es un país diferente al resto, por ser significativamente más pequeño y con menores reservas de petróleo, que tiene una especialización productiva con un mayor peso del sector servicios, y un carácter de paraíso fiscal. Dentro de la región es singularmente importante el peso de Arabia Saudita, que genera más del 40 por 100 de la producción de petróleo de Oriente Medio —equivalente al 12 por 100 de la pro-

ducción mundial—. Arabia Saudita realiza en torno al 16 por 100 de las exportaciones mundiales de petróleo y posee más del 20 por 100 de las reservas mundiales de crudo, lo que apunta a su gran importancia en el contexto internacional.

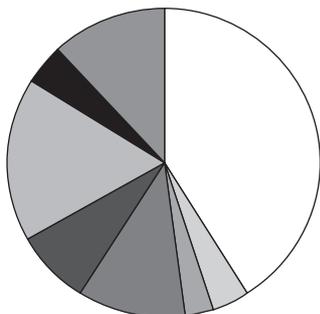
3. Efectos de los elevados precios del petróleo sobre la economías del Golfo

Dado el elevado peso del petróleo en las economías del Golfo, el incremento de sus precios tiene importantes implicaciones para su gestión macroeconómica. A su vez, dado el peso significativo de estos países en la economía mundial, la gestión macroeconómica que hagan de los efectos del encarecimiento del petróleo tendrá implicaciones a nivel global.

GRÁFICO 4

PRODUCCIÓN, EXPORTACIONES Y RESERVAS DE PETRÓLEO EN ORIENTE MEDIO

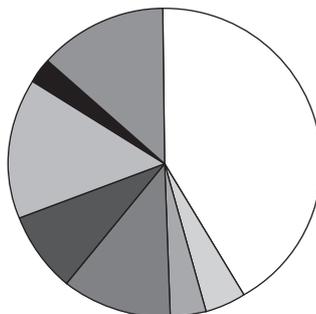
A. Producción de petróleo en Oriente Medio, 2006



Total Oriente Medio: 9.340 millones de barriles

- Arabia Saudita (41%)
- Qatar (4%)
- Omán (3%)
- Kuwait (11%)
- Iraq (8%)
- Irán (17%)
- Otros (4%)
- Emiratos Árabes Unidos (12%)

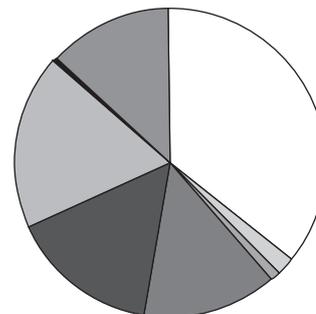
B. Exportación de petróleo en Oriente Medio, 2006



Total Oriente Medio: 6.880 millones de barriles

- Arabia Saudita (41,4%)
- Qatar (4%)
- Omán (3,9%)
- Kuwait (11,6%)
- Iraq (8%)
- Irán (15%)
- Otros (2,7%)
- Emiratos Árabes Unidos (13,4%)

C. Reservas de petróleo en Oriente Medio, 2006



Total Oriente Medio: 0,74 billones de barriles

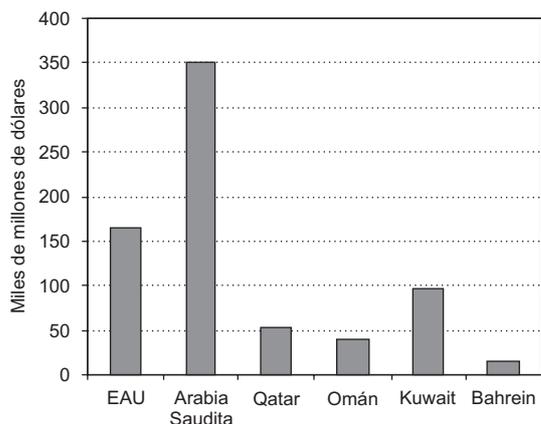
- Arabia Saudita (35,6%)
- Qatar (2,0%)
- Omán (0,8%)
- Kuwait (13,7%)
- Iraq (15,5%)
- Irán (18,5%)
- Otros (0,5%)
- Emiratos Árabes Unidos (13%)

FUENTE: BP Statistical Review of World Energy (2007) y CIA World Factbook (2007).

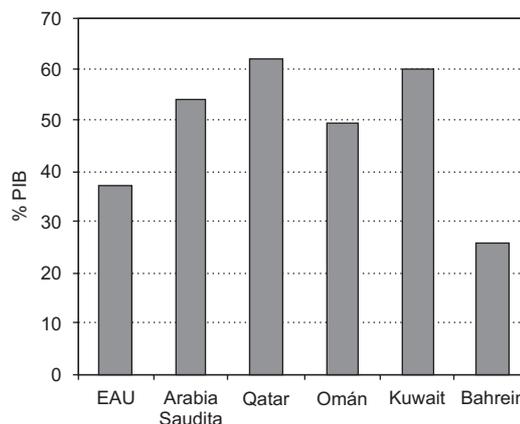
GRÁFICO 5

PIB Y PESO DEL PETRÓLEO

A. PIB nominal en países del Golfo, 2006



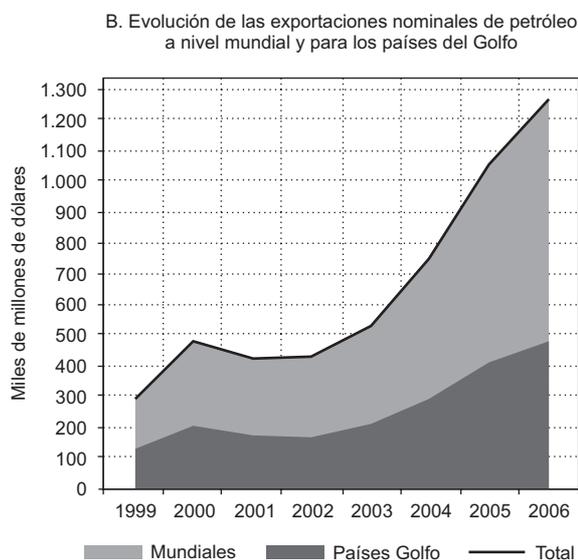
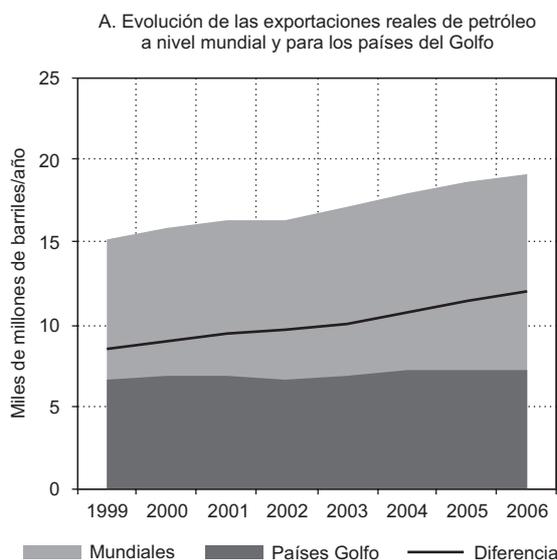
B. Peso del petróleo sobre el PIB en países del Golfo, 2006



FUENTE: FMI y Fuentes Nacionales.

GRÁFICO 6

EXPORTACIONES REALES Y NOMINALES DE PETRÓLEO

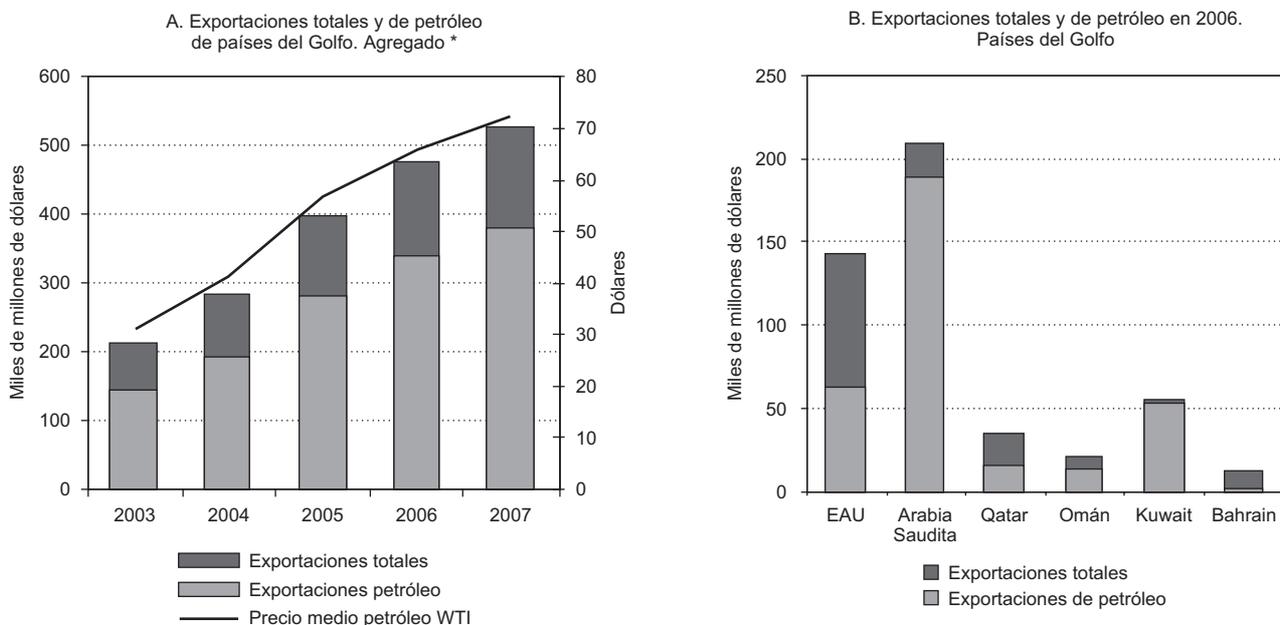


FUENTE: BP Statistical Review of World Energy (2007).

El impacto más inmediato del incremento en el precio del petróleo es el fuerte aumento de las exportaciones de petróleo (véanse Gráficos 6 y 7). Por países, Arabia Saudita es, como ya se ha señalado, el que tiene volúmenes de exportación más elevados, seguido por los EAU y, en menor medida, Kuwait y Qatar. A su vez, el aumento en las exportaciones tiene un importante impacto sobre los ingresos públicos. En estos países, el sector público tiene un papel relevante en la gestión del sector de los hidrocarburos, debido a la titularidad pública o semipública de las empresas extractoras y exportadoras de petróleo. En consecuencia, los elevados precios del petróleo tienen un impacto importante y positivo sobre los ingresos del sector público consolidado (esto es, considerando conjuntamente al gobierno y a las empresas públicas).

No siempre es posible identificar en su totalidad el peso de los hidrocarburos sobre los ingresos del sector público consolidado, puesto que, en ocasiones, parte de los ingresos del petróleo de las empresas estatales se detrae hacia fondos de ahorro o de estabilización, antes de consolidar las cuentas, y no llegan a contabilizarse como ingresos fiscales. Por ello, los datos de ingresos fiscales que se presentan aquí sólo constituyen una cota inferior de los efectos de los precios del petróleo sobre los ingresos públicos totales, además de exhibir ciertos sesgos. Con estas cautelas, el Gráfico 8 muestra el que sería, de manera aproximada, el peso de los ingresos del petróleo en los ingresos totales. El aumento en los ingresos del petróleo que se aprecia en dicho gráfico está condicionado por el aumento del precio del crudo, dado el mantenimiento de los volúmenes exportados (Gráfico 6).

GRÁFICO 7
EXPORTACIONES EN PAÍSES DEL GOLFO



NOTA: * Países del Golfo = Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar, Omar y Bahrein.
FUENTE: FMI y Fuentes Nacionales. El dato de 2007 es una estimación de IIF.

No resulta obvio el tipo de respuesta que, desde un punto de vista normativo, debieran dar las autoridades fiscales ante un episodio como el actual, de fuerte incremento en el precio de un bien de exportación —el petróleo, en este caso—. En la práctica, existe un amplio abanico de opciones, que oscilan desde un aumento paralelo del gasto público a un ahorro total de los ingresos adicionales. Pero, para hacer una valoración normativa deben tenerse en cuenta numerosos elementos: los efectos macroeconómicos, las consideraciones intergeneracionales y cuestiones relativas a la sostenibilidad del patrón de crecimiento.

La gestión del fuerte incremento de los ingresos del petróleo por parte de las autoridades fiscales tiene implicaciones macroeconómicas muy importantes, que alcanzan de manera decisiva a variables como el saldo fiscal, la balanza de pagos y, por supuesto, a la infla-

ción. Todas estas economías mantienen regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo respecto al dólar —con la excepción de Kuwait, que recientemente modificó su régimen cambiario por un tipo de cambio fijo respecto a una cesta de monedas, donde el dólar tiene, en cualquier caso, un peso importante—. Esto implica que la política monetaria no es autónoma, pues está subordinada al objetivo de tipo de cambio, y los movimientos de tipos de interés deben seguir los que realice la Reserva Federal de EE UU y no pueden enfocarse al control interno de la inflación. Las diferencias cíclicas entre las economías del Golfo y de EE UU implican probables y frecuentes divergencias en la evolución de la inflación entre ambas zonas y refuerzan la importancia de la política fiscal como instrumento para alcanzar el control de la inflación y la estabilidad de precios.

En relación también con los efectos macroeconómicos de la política fiscal, un aumento del gasto paralelo al de los ingresos, que genere presiones inflacionistas, provocará una apreciación del tipo de cambio real que podría perjudicar a otros sectores productivos a través de lo que suele llamarse la «enfermedad holandesa». Se entiende por tal la concentración de la actividad de la economía en los sectores más relacionados con el incremento en los precios de exportación y la desindustrialización del resto de sectores, por pérdida de competitividad¹.

Por otra parte, el que los ingresos fiscales dependan de los precios del petróleo implica que en períodos de descenso de los precios puede generarse un déficit fiscal. Éste es un motivo importante para llevar a cabo una política fiscal contracíclica, mediante el establecimiento de fondos de estabilización fiscal. En caso contrario, el aumento del gasto en paralelo con el aumento de los ingresos del petróleo puede ser poco prudente, particularmente si el gasto público es rígido a la baja. Sin embargo, el aumento de la inversión pública, siempre que esté orientada a la mejora de la capacidad extractiva, la diversificación de la economía o, en general, a aumentar el crecimiento potencial, tendría efectos positivos.

En todo caso, la valoración normativa sobre qué hacer con los mayores ingresos procedentes del petróleo dependerá decisivamente de si los mayores precios del crudo son percibidos como transitorios o permanentes. De ser transitorios, resultarían adecuadas las medidas orientadas a la suavización de los saldos fiscales (como la constitución de un fondo de estabilización fiscal, que acumulara recursos para los períodos de precios bajos). Así se evitaría la apreciación del tipo de cambio real y disminuirían los riesgos de sufrir la «enfermedad holandesa»². Si, por el contrario, el aumento de precios pue-

de considerarse permanente, resultaría adecuado distribuir los beneficios mediante un aumento del gasto y de la inversión pública, en línea con lo mencionado en el párrafo anterior. En ese caso, además, el aumento del precio del petróleo constituiría una mejora permanente en la relación real de intercambio y un tipo de cambio real de equilibrio más apreciado, que podría ser acomodado mediante un aumento del gasto público.

El hecho de que las reservas de petróleo, aunque elevadas, sean finitas, introduce consideraciones adicionales. La primera de ellas es que la concentración de la actividad de la economía en un sector con recursos finitos constituye un patrón de crecimiento no sostenible a largo plazo. Por ello, la elevada dependencia del sector del petróleo hace conveniente que al menos una parte de los ingresos se empleen en lograr una mayor diversificación de la economía. A su vez, esta diversificación puede verse comprometida si la expansión fiscal conduce a una apreciación del tipo de cambio real, con la consiguiente pérdida de competitividad de los sectores no relacionados con los hidrocarburos.

Además, por consideraciones de equidad intergeneracional, al menos parte de los recursos deberían ser ahorrados con objeto de hacer extensivos los beneficios de los elevados precios del petróleo a generaciones futuras. Tanto las consideraciones de equidad intergeneracional como los riesgos de la excesiva concentración de la economía en un sector con recursos finitos, en un horizonte de medio o largo plazo, permiten matizar el análisis normativo anterior, y apoyarían que, incluso en caso de que el incremento de precios del petróleo fuera de carácter permanente, parte de los recursos adicionales se destinaran al ahorro.

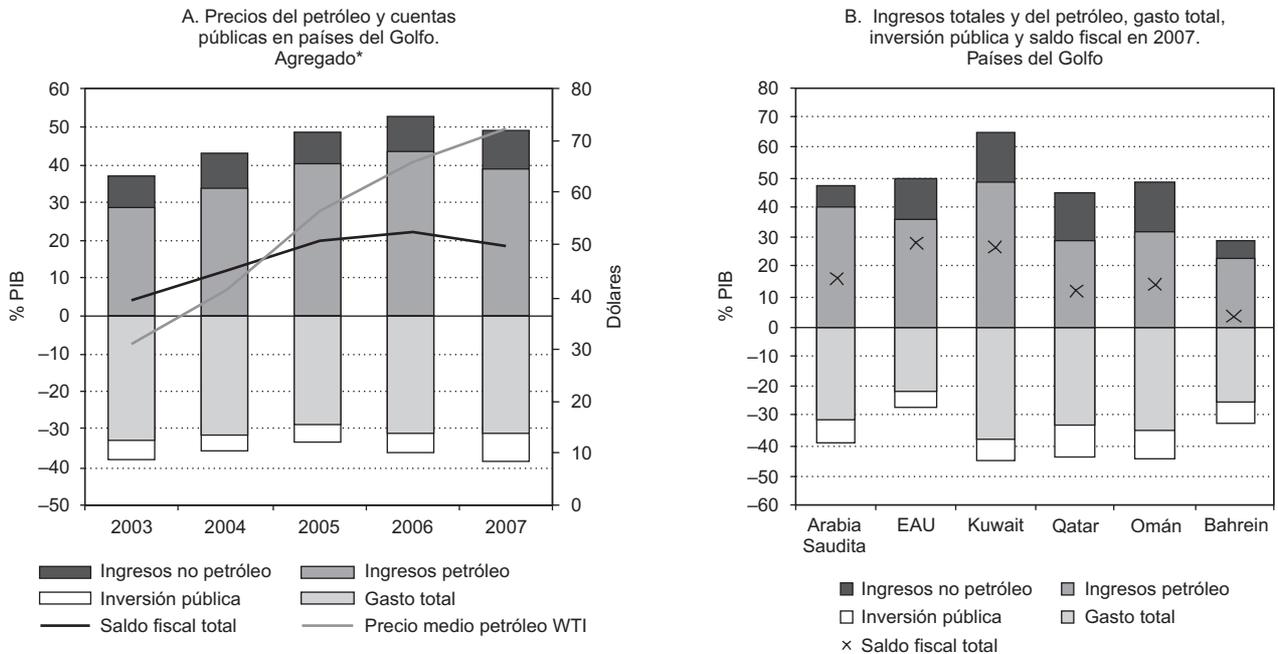
En este contexto, la reacción de las autoridades ha sido conservadora, tal como recoge el Gráfico 8. El gasto público se ha mantenido relativamente constante en términos de PIB, al menos hasta 2006, mientras

¹ El término de enfermedad holandesa (*Dutch disease*) se refiere a los perjuicios sufridos por los sectores manufactureros en Holanda tras el descubrimiento de recursos naturales. Véase OOMES y KALCHEVA (2007).

² Según SETSER (2007), la flexibilidad del tipo de cambio tendría efectos estabilizadores de las cuentas públicas semejantes a las del

ahorro fiscal. Siendo esto cierto, no parece que solucionara el problema del riesgo de «enfermedad holandesa».

GRÁFICO 8
CUENTAS PÚBLICAS EN PAÍSES DEL GOLFO



NOTA: * Países del Golfo = Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar, Omán y Bahrein.
FUENTE: FMI y Fuentes Nacionales.

que la inversión pública ha tendido a incrementarse ligeramente. Ello ha permitido generar un elevado ahorro fiscal, que podría haberse reducido ligeramente en 2007, de acuerdo con las estimaciones disponibles. Además, como se ha mencionado, las estimaciones de ingresos constituyen una cota inferior de los ingresos del sector público, pues es posible que parte de los recursos obtenidos de la extracción y exportación del petróleo se hayan dotado a fondos antes de consolidar las cuentas de empresas estatales e ingresos del gobierno.

Parte del ahorro se genera mediante reglas fiscales diseñadas con objeto de llevar a cabo una política fiscal contracíclica. Para ello, suele establecerse un precio objetivo para el barril del petróleo, de forma que

los ingresos que se obtienen cuando el precio de mercado excede ese precio objetivo se dotan a un fondo de estabilización, al cual se recurre cuando el precio de mercado cae por debajo del precio objetivo. Otra parte del ahorro se genera mediante dotaciones discrecionales a fondos de ahorro intergeneracional.

Paralelamente, los distintos gobiernos están llevando a cabo —o están diseñando— importantes planes de inversión de mayor o menor envergadura con objeto de aumentar la capacidad productiva del sector de hidrocarburos y de diversificar las economías. En definitiva, en los próximos años se espera un aumento del gasto y la inversión públicos, que no tendría por qué implicar un menor ahorro fiscal, en términos absolutos o de PIB, si los precios del petróleo mantienen sus niveles actuales,

muy superiores a los registrados durante los años precedentes.

La respuesta de las autoridades a los elevados precios del petróleo, aumentando el ahorro fiscal, ha tenido —y tiene— un reflejo sobre las balanzas de pagos, en términos de un mayor ahorro externo, pues al aumento de las exportaciones le corresponde una relativa estabilidad de las importaciones. Una forma útil —y habitual— de analizar el comportamiento de la balanza de pagos de estos países es distinguiendo entre el canal comercial y el canal financiero —el llamado reciclaje de petrodólares—. Ambos canales quedan explícitos en la expresión:

$$X_t - M_t + OICA_t = FA_t$$

Donde X_t y M_t denotan exportaciones e importaciones, respectivamente, $OICA_t$ recoge el resto de componentes de la cuenta corriente (balanza de rentas y servicios, transferencias corrientes) y FA_t representa la cuenta financiera, en sentido amplio (incluyendo movimientos del sector privado y del sector público financiero y no financiero). La ecuación puede describirse como sigue:

$$X_t = FA_t - OICA_t + M_t \rightarrow 1 = \frac{FA_t - OICA_t}{X_t} + \frac{M_t}{X_t}$$

Expresión que pone de manifiesto que el aumento de las exportaciones puede emplearse bien para aumentar las importaciones, bien para aumentar el ahorro frente al exterior³. Por lo tanto, la contrapartida del ahorro fiscal es un mayor superávit de la cuenta corriente (debido a la baja respuesta de las importaciones) y la emisión de flujos financieros al exterior, como muestra el Gráfico 9. En paralelo con los saldos fiscales, el superávit por cuenta corriente agregado de la región ha aumentado

fuertemente hasta 2007⁴. En suma, los elevados precios del petróleo están generando un fuerte incremento de exportaciones y de los ingresos públicos en los países del Golfo, ante lo cual las autoridades de estos países están respondiendo generando un elevado ahorro fiscal que, a su vez, está dando lugar a fuertes salidas de flujos financieros. La importante acumulación de activos frente al resto del mundo que se deriva de este comportamiento tiene implicaciones relevantes para las finanzas internacionales, como se analiza en el apartado siguiente.

4. La acumulación de activos exteriores en países del Golfo y las finanzas internacionales

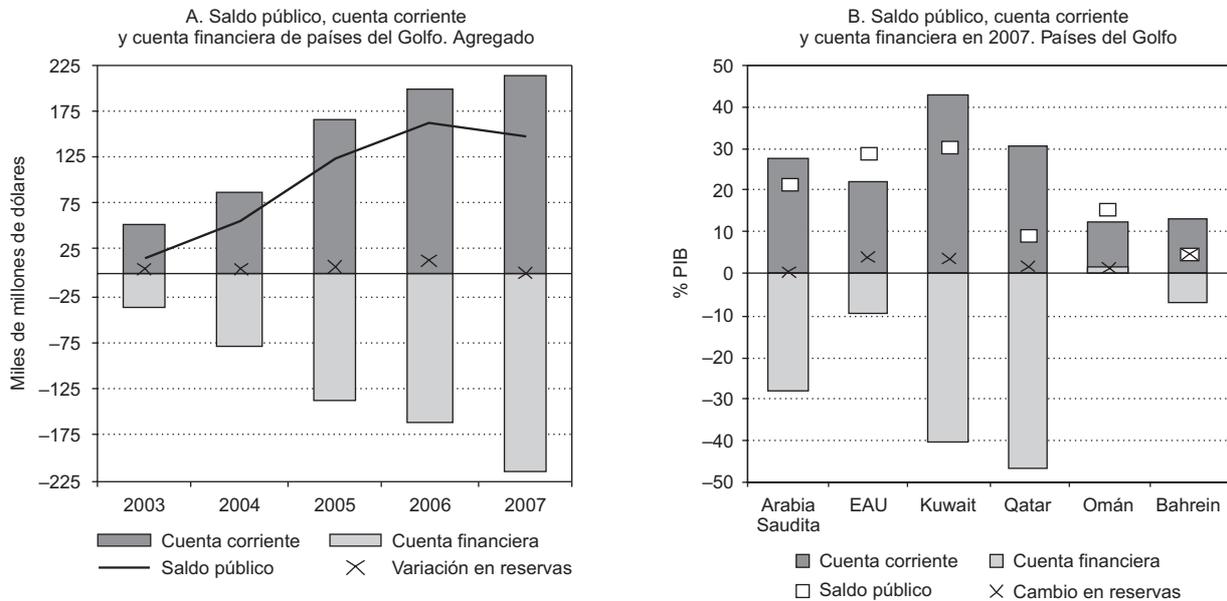
Como se deduce de la discusión anterior, el ahorro fiscal de las economías del Golfo es una respuesta adecuada —desde el punto de vista interno— al fuerte incremento de los ingresos del petróleo; de hecho, difiere poco de las seguidas por otros países exportadores de materias primas y de las recomendaciones habituales de organismos multilaterales (FMI, 2007b). La conjunción de unos precios del petróleo extraordinariamente elevados y la concentración de las exportaciones de crudo en un reducido grupo de países —entre los cuales los países del Golfo son, a su vez, los más importantes— hace, sin embargo, que la respuesta de política económica de estos países tenga importancia a nivel global, lo que explica que, por ejemplo, Arabia Saudita sea miembro del foro de consultas multilaterales sobre desequilibrios globales del FMI.

Las elevadas salidas de flujos financieros, fruto de la política de ahorro de los recursos derivados del petróleo, han dado lugar a un extraordinario incremento de los activos exteriores de estos países y, en particular, de los activos exteriores de titularidad pública. En general,

³ Véase RUIZ y VILARRUBIA (2006) para un estudio detallado de la importancia relativa de ambos canales hasta 2005.

⁴ Las fuentes de las estimaciones de los resultados fiscales y de balanza de pagos para 2007 son diferentes y corresponden a períodos de tiempo distintos, lo que puede explicar cierta inconsistencia en sus evoluciones.

GRÁFICO 9
BALANZA DE PAGOS EN PAÍSES DEL GOLFO



FUENTE: FMI y Fuentes Nacionales. Estimación del dato de 2007.

se dispone de poca información sobre los procesos concretos mediante los cuáles el ahorro fiscal se canaliza hacia mayores activos exteriores. Como se ha señalado antes, es muy posible que parte de los ingresos del petróleo se desvíe automáticamente hacia fondos de estabilización fiscal, mediante reglas fiscales, mientras que otra parte de los ingresos fiscales se dota a fondos de ahorro⁵. Tanto unos como otros pueden ser considerados fondos de riqueza soberana.

En efecto, el término de «fondos de riqueza soberana» (SWF, según sus siglas en inglés) engloba un conjunto amplio y heterogéneo de fondos de titularidad pública, que gestionan activos del sector público distintos de las reser-

vas internacionales. En consecuencia, bajo este término se incluyen, entre otros, los fondos de estabilización fiscal, los fondos de ahorro relacionados con los precios del petróleo u otras materias primas, otros fondos de inversión de titularidad pública, o los activos gestionados por el banco central distintos de las reservas internacionales.

La existencia de fondos de riqueza soberana en forma de fondos de estabilización fiscal o fondos de ahorro no es nueva. Muchos de estos fondos (como los de Noruega, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait o Singapur, entre otros) datan de hace varias décadas. No obstante, su protagonismo en el panorama internacional se ha incrementado paulatinamente, como consecuencia del importante aumento en su número y en el volumen de activos que gestionan, así como por su elevada concentración en economías emergentes. Los principales fondos de riqueza soberana de la actualidad han surgido

⁵ Para una exposición del papel de las instituciones fiscales en la gestión de los elevados precios del petróleo, véase FMI (2007b).

CUADRO 1
PRINCIPALES FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA EN LOS PAÍSES DEL GOLFO

País	Fondo	Fecha establecimiento
Arabia Saudita	<i>Activos de SAMA</i>	n.d.
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	1953
Omán	<i>State General Reserve Fund</i>	1980
Qatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	2000
Emiratos Árabes Unidos*	<i>Abu Dhabi Investment Authority and Council (EAU)*</i>	
	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976
	Mubadala Development Company	2002
	Abu Dhabi Investment Company	1977
	International Petroleum Investment Company	1984
	<i>Emirates Investment Authority*</i>	2007
	<i>Investment Corporation of Dubai**</i>	
	Dubai International Capital	2004
	Investment Corporation of Dubai	2006
	Istihmar World	2003

NOTAS: * Fondos de los EAU.

** Fondos del Emirato de Dubai, perteneciente a los EAU.

FUENTE: TRUMAN (2007b).

en países exportadores de petróleo (Noruega, Rusia y países del Golfo) o de otras materias primas (Chile) y, en menor medida, en países del sureste asiático, al calor de sus políticas cambiarias.

En el caso de los países del Golfo, pueden existir simultáneamente varios fondos en un país (de estabilización, de ahorro intergeneracional, de inversión)⁶. En ocasiones, los recursos se gestionan conjuntamente con las reservas internacionales y los fondos de pensiones públicos (caso de Arabia Saudita). Aquí emplearemos el término de fondos de riqueza soberana para referirnos a este conjunto amplio de activos de titularidad pública. El Cuadro 1 aporta información relativa a estos fondos.

Una característica de los fondos de riqueza soberana de los países del Golfo —común a otros fondos, como los de los países asiáticos, por ejemplo— es la escasa información que difunden acerca de su tamaño, sus criterios de gestión o sus estrategias de inversión. Pese a ello, cabe intuir que los elevados ingresos del petróleo de los últimos años han debido de incrementar fuertemente su tamaño, confiriéndoles un peso elevado en las finanzas internacionales. En este trabajo, realizamos una estimación de los volúmenes gestionados por estos fondos en el exterior y las posiciones externas de los países del Golfo, ya que las fuentes habituales no proporcionan dicha información⁷. Para ello, se parte de las expresiones del Cuadro 2.

⁶ Como muestra el Cuadro 1, en los EAU existen numerosos fondos, cuyo tamaño se estimará conjuntamente en este trabajo. Se considera que el más grande es el Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Véase TRUMAN (2007a) para una estimación de los volúmenes que gestionan estos fondos.

⁷ La publicación del FMI *International Financial Statistics* sólo proporciona información relativa a Kuwait y Bahrein. Las estimaciones de LANE y MILESSI-FERRETI (2005) sólo alcanzan hasta 2004. Existen estimaciones alternativas de otros organismos (como el *Institute of International Finance*) que no explicitan la metodología empleada.

CUADRO 2

EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN EXTERNA DE UNA ECONOMÍA

	Total activos exteriores del país	Fondos de riqueza soberana
Sin plusvalías-efecto valoración precio	$NFA(t) = NFA(t-1) + FA(t)$	$SWF(t) = SWF(t-1) + FA_{public}(t)$
Con plusvalías-efecto valoración precio	$NFA(t) = (1 + Pt, t-1)NFA(t-1) + FA(t)$	$SWF(t) = (1 + Pt, t-1)SWF(t-1) + FA_{public}(t)$

Las expresiones de la columna izquierda permiten recuperar la evolución de los activos exteriores netos del país (NFA, por sus siglas en inglés) y las de la izquierda la evolución de los fondos de riqueza soberana (SWF)⁸. Por otra parte, las expresiones de la segunda línea permiten realizar estimaciones según el valor de mercado, que tiene en cuenta la revalorización anual de la cartera⁹, mientras que las expresiones de la primera línea dan lugar a estimaciones según el valor histórico. En ambos casos, se establece la condición inicial en el año 2002 (para una explicación más detallada del ejercicio, véase el Anexo metodológico). La cuantificación realizada corresponde a los activos externos de los fondos de riqueza soberana, no a sus activos totales, dado que no se contabilizan las inversiones en el país de origen.

La utilización de una metodología homogénea para estimar tanto las posiciones externas como las tenencias de los fondos de riqueza soberana tiene gran interés. En efecto, si bien existen datos para algunos fondos de riqueza soberana, es dudoso que se contabili-

cen con la misma metodología. En el caso de Arabia Saudita el banco central (*Saudi Arabia Monetary Authority*, SAMA) divulga mensualmente información acerca de los activos exteriores que gestiona, pero parece hacerlo según su valor histórico, a diferencia de la práctica de otros fondos de riqueza soberana (como el de Noruega)¹⁰. En el caso de Kuwait, la información divulgada en 2006 y 2007, parece indicar que el criterio de cuantificación es el de valor de mercado. Por otra parte, existen numerosas y muy diversas estimaciones del tamaño de los fondos de otros países para los que no se divulga información oficial (Omán, Qatar, EAU). En suma, la diferencia entre criterios de medición de los activos exteriores públicos en los países que proporcionan algún tipo de información y la ausencia de datos en otros casos hacen aconsejable la estimación del valor de los fondos de riqueza soberana con una misma metodología.

Los Cuadros 3, 4 y 5 resumen los principales resultados del ejercicio, mostrando las estimaciones a final del año 2007. En ellas se presenta el tamaño estimado de los activos externos totales, las reservas internacionales y los fondos de riqueza soberana, en miles de millones de dólares y en porcentajes del PIB¹¹. De acuerdo con

⁸ La estimación de los fondos de riqueza soberana resultaría más precisa en caso de disponer de las dotaciones realizadas a estos fondos. Al no disponer de esa información, las dotaciones se aproximan a partir de datos de las transacciones financieras de las autoridades con el exterior (excluyendo movimientos de reservas). En los países donde hay varios fondos, esta metodología no permite estimar el tamaño de cada uno de ellos, sino sólo el del conjunto de los mismos.

⁹ La cuantificación de acuerdo a valor de mercado exige tener en cuenta las plusvalías, que se denotan como $p_{t,t-1}$. Estas plusvalías corresponden a los activos de los fondos de riqueza soberana que están en forma de renta variable.

¹⁰ En efecto, pese a que se estima que la renta fija tiene un peso importante en la cartera de SAMA, en caso de contabilizarse a valor de mercado las plusvalías serían inverosímilmente reducidas. No puede descartarse, no obstante, que éste sea el caso.

¹¹ La diferencia entre las posiciones externas del país (NFA) y la suma de las tenencias del sector público (SWF y Reservas) daría aproximadamente las tenencias del sector privado.

CUADRO 3

ESTIMACIÓN DEL TAMAÑO DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA EN PAÍSES DEL GOLFO, SIN PLUSVALÍAS

	En millones de dólares			En % del PIB		
	NFA	SWF	Reservas	NFA	SWF	Reservas
Arabia Saudita	462.362	345.058	28.900	122,71	91,58	7,67
EAU	332.835	403.552	41.400	176,29	213,75	21,93
Kuwait	255.346	250.000	24.700	222,43	217,77	21,52
Qatar	104.125	51.212	6.500	266,99	131,31	16,67
Omán	16.601	2.282	7.700	26,10	3,59	12,11
Total	1.171.269	1.052.103	109.200	149,59	134,37	13,95

FUENTE: Estimaciones propias a partir de estadísticas nacionales y documentos del FMI.

CUADRO 4

ESTIMACIÓN DEL TAMAÑO DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA EN PAÍSES DEL GOLFO, CON PLUSVALÍAS DEL 8 POR 100

	En millones de dólares			En % del PIB		
	NFA	SWF	Reservas	NFA	SWF	Reservas
Arabia Saudita	565.981	425.157	28.900	150,21	112,83	7,67
EAU	332.835	535.282	41.400	176,29	283,52	21,93
Kuwait	314.341	250.000	24.700	273,82	217,77	21,52
Qatar	133.806	56.411	6.500	343,09	144,64	16,67
Omán	18.919	7.551	7.700	29,75	11,87	12,11
Total	1.365.882	1.274.402	109.200	174,44	162,76	13,95

FUENTE: Estimaciones propias a partir de estadísticas nacionales y documentos del FMI.

estas estimaciones, el volumen total de los activos externos de los principales países del Golfo oscila entre los 1.170 y los 1.680 miles de millones de dólares, dependiendo de la hipótesis realizada sobre las plusvalías. El grueso de los activos exteriores corresponde a activos gestionados por el sector público y, en particular, a fondos de riqueza soberana, cuyo tamaño oscila entre los 1.050 y los 1.550 millones de dólares, mientras que las reservas internacionales se sitúan ligeramente por

encima de los 100 millones de dólares. A diferencia de otros países acreedores respecto al resto del mundo, donde el grueso de los activos exteriores lo ostenta bien el sector privado bien el banco central en forma de reservas internacionales, en la configuración de las posiciones externas de los países del Golfo el sector público no financiero tiene un papel preponderante. La diferencia viene explicada por la importancia del sector público en el sector de hidrocarburos, que lo ha hecho titular del

CUADRO 5

**ESTIMACIÓN DEL TAMAÑO DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA
EN PAÍSES DEL GOLFO, CON PLUSVALÍAS DEL 16 POR 100**

	En millones de dólares			En % del PIB		
	NFA	SWF	Reservas	NFA	SWF	Reservas
Arabia Saudita	700.613	530.265	28.900	185,94	140,73	7,67
EAU	397.715	707.932	41.400	210,65	374,96	21,93
Kuwait	389.833	250.000	24.700	339,58	217,77	21,52
Qatar	172.455	62.960	6.500	442,19	161,43	16,67
Omán	21.643	8.275	7.700	34,03	13,01	12,11
Total	1.682.259	1.559.431	109.200	214,85	199,16	13,95

FUENTE: Estimaciones propias a partir de estadísticas nacionales y documentos del FMI.

cuantioso ahorro generado en el actual episodio de elevación de precios.

Según los datos recopilados y estimados, el fondo de riqueza más grande es el de los EAU, seguido por el de Arabia Saudita (activos gestionados por el SAMA, distintos de reservas internacionales) y el de Kuwait; los de Qatar y Omán son más pequeños. Las diferencias de tamaño entre los distintos fondos se acentúan cuando su magnitud se estima incorporando plusvalías. El fondo de los EAU era el más importante a principios del actual episodio de incremento en el precio del petróleo¹², lo que le habría hecho beneficiarse de elevados efectos de valoración —o plusvalías— durante un período de tiempo relativamente largo. Los otros fondos tenían tamaños más modestos a principios de 2002 y habrían crecido principalmente a partir de dotaciones de las autoridades procedentes de los elevados ingresos fiscales. Las dotaciones habrían sido mayores en el caso de Arabia Saudita, país de un tamaño muy superior a los del resto de la región. La estimación del fondo de riqueza soberana de este país, una vez in-

corporadas las plusvalías, arrojaría un valor muy superior al que suele citarse basándose en la información proporcionada por el Banco Central, que parece calcular ese valor como una mera acumulación de flujos. Una vez homogeneizados los datos, el tamaño del fondo de Arabia Saudita se acerca al de EAU y supera al de Kuwait. El hecho de que Arabia Saudita sea, con gran diferencia, la economía más grande de la región explica también que, pese al elevado valor de su fondo, su tamaño en porcentaje del PIB sea reducido en comparación con los de otros países —EAU, Kuwait o Qatar—.

De acuerdo con estas estimaciones, los fondos de riqueza soberana de los países del Golfo manejan un importante volumen de activos no sólo en relación con el tamaño de esos países, sino también en relación con el de los mercados financieros internacionales. Tal y como muestra el Cuadro 6, en la región se concentran más de la mitad de los activos totales de los fondos de riqueza soberana estimados a nivel mundial. El volumen de los activos totales de los fondos de la región alcanzaría, aproximadamente, un tercio del total de las reservas internacionales a nivel mundial y más del 50 por 100 de los activos totales de los fondos de pensiones públicos (excluidos los de EE UU, de gran tamaño, pero con ele-

¹² De acuerdo con una noticia en prensa en el año 2000 en el *Wall Street Journal*, citada por SETSER y ZIEMBA (2007b).

CUADRO 6

FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA DE LOS PAÍSES DEL GOLFO Y MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2007)

	Total activos gestionados
Fondos de pensiones públicos	4.400
Fondos de pensiones públicos, excluyendo <i>US Trust Fund</i>	2.200
Reservas internacionales	5.000
SWF, excluyendo países del Golfo	1.000-1.500
Fondos de riqueza soberana de países del Golfo	
Según valor en libros	1.050
Con plusvalías del 8 por 100	1.274
Con plusvalías del 16 por 100	1.559
Tamaño mercados financieros internacionales*	194.000

NOTA: * Incluye renta fija, renta variable, activos bancarios.
FUENTES: BLUNDELL-WIGNALL *et al.* (2008), estimaciones propias, FMI (2008c).

vadas restricciones en sus estrategias de inversión). Los fondos de riqueza soberana de los países del Golfo manejarían activos por valor equivalente al 1 por 100 del volumen gestionado en el conjunto de los mercados financieros internacionales.

La importancia de los activos manejados, unida a su concentración, confiere a los países del Golfo un papel relevante en los mercados financieros internacionales. De ahí el interés de conocer sus estrategias de inversión, en términos de instrumentos, monedas y asignación geográfica pues, igual que sucede con el tamaño de activos totales, la información acerca de las carteras de inversión concretas es muy escasa. Una aproximación habitual para tratar de identificar la composición de estos fondos, en términos de instrumentos y monedas, consiste en identificar dichas asignaciones mediante los datos de contrapartidas. Las fuentes disponibles a este respecto son, sin embargo, escasas. Se dispone de datos acerca de los depósitos difundidos en las estadísticas bancarias que publica el Banco de Pagos Interna-

cional (BPI), a partir de las cuales se pueden estimar los depósitos bancarios de los países del Golfo¹³. La segunda fuente disponible es la información acerca de los pasivos exteriores de EE UU (*Treasury International Capital System, TIC*), que permite estimar las posiciones de los países del Golfo en este país. El principal problema de esta fuente es que se asigna la tenencia a la primera contraparte conocida, en tanto que no recoge las transacciones en las que no participe un no residente en EE UU. Por ejemplo, aquellas operaciones en que un fondo de riqueza soberana adquiera activos de EE UU a través de intermediarios, no se imputarán al fondo de riqueza soberana sino al intermediario; dado que una parte no despreciable de las operaciones se realizan a través de intermediarios, situados en centros *offshore* o el Reino Unido, se considera que en general esta fuente tiende a subestimar las tenencias del resto de países, entre ellos los países del Golfo.

El Cuadro 7 presenta las tenencias de activos cuya asignación puede estimarse a partir de estas fuentes, y que son menos de 400.000 millones de dólares. Esto supone entre el 20 por 100 y el 30 por 100 del total de los activos externos estimados de estos países. Ante la ausencia de difusión de esta información por parte de los fondos de riqueza soberana, y los problemas de extrapolar estas proporciones al resto de la cartera, se han producido diversos intentos de estimar la composición de sus inversiones, algunos utilizando diversos supuestos y completándolos con informaciones aparecidas en prensa¹⁴.

Una alternativa, que se utiliza en este trabajo es estimar las tenencias de instrumentos financieros de los fondos de riqueza de los países del Golfo extrapolando la estrategia de inversión por instrumentos de uno de los

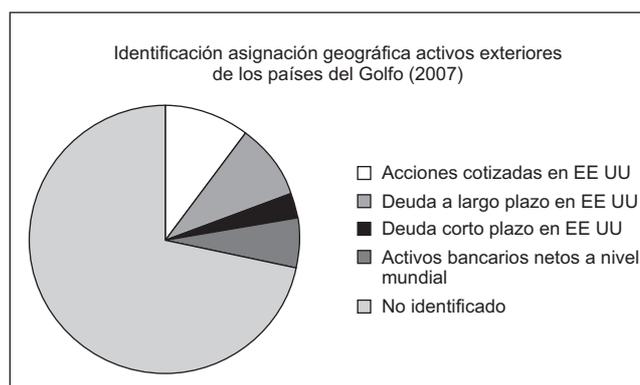
¹³ Para un análisis al respecto véase FMI (2008b).

¹⁴ En efecto, extrapolar las proporciones identificadas con datos de EE UU probablemente presente diversos sesgos. Por ejemplo, es probable que la renta fija en los EE UU se sobrepondere en relación al total de la cartera total. En cuanto a otras estimaciones, puede verse, por ejemplo, IIF (2007) o SETSER y ZIEMBA (2007b).

CUADRO 7

**DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS DE LOS ACTIVOS EXTERNOS
IDENTIFICADOS DE LOS PAÍSES DEL GOLFO
(En millones de dólares)**

	2006	2007*
Total activos en EE UU (1)	242.800	308.394
Largo plazo		
Acciones cotizadas	110.588	139.393
Deuda a largo plazo	91.551	124.985
De la cual		
Tesoro EE UU	64.322	
Agencias	14.587	
Corporativos	12.642	
Corto plazo	40.661	44.015
De la cual		
Tesoro de EE UU	30.361	
Agencias	4.796	
Corporativos	5.503	
Activos bancarios netos (2)	118.418	79.979
Activos totales identificados	361.218	388.373



NOTAS: (1) TIC; (2) BIS.

FUENTE: BIS, TIC.

fondos de riqueza soberana más transparentes, el de Noruega¹⁵, realizando las adaptaciones convenientes. La cartera objetivo del *Government Pension Fund* de Noruega asigna un 60 por 100 a renta variable y un 40 por 100 a renta fija; si bien la cartera de inversión efectiva se aleja ligeramente de esta asignación objetivo, la tomamos como referencia. Considerando, a partir de la información disponible, que un 10 por 100 de los activos está en forma de depósitos, imputamos un 50 por 100 a renta variable y un 40 por 100 a renta fija. De acuerdo

con estas proporciones, en torno a 682.000 millones de dólares estarían invertidos en renta variable, 546.000 millones en forma de renta fija, y 136.000 millones en forma de depósitos. Estos resultados implicarían una propensión al riesgo mucho mayor que la que muestran los bancos centrales en la gestión de las reservas internacionales.

En todo caso, ha de subrayarse de nuevo que, tanto las estimaciones presentadas sobre el tamaño de los fondos como sobre la composición de las carteras por instrumentos, son muy tentativas. Precisamente, la ausencia de transparencia y la gran opacidad de los fondos de riqueza soberana acerca de sus estrategias de inversión y asignación de inversiones, unidas a la titularidad pública de dichos fondos, a su gran tamaño y a que estén situados en países de escasa tradición de libre mercado, ha generado algunas suspicacias en los

¹⁵ Extrapolar la asignación por divisas del fondo de pensiones de Noruega (que invierte en torno a un 35 por 100 de los activos en euros, un 15 por 100 en libras esterlinas, un 30 por 100 en dólares, un 8 por 100 en yenes y un 17 por 100 en otras monedas), resultaría muy aventurado. Algunos estudios (SETSER y ZIEMBA, 2008) asignan en torno a un 60 por 100 al dólar y el resto a otras divisas, sin identificar.

países receptores de sus inversiones. Muchos de ellos son economías avanzadas, que han realizado procesos de privatización y muestran importantes reticencias ante los intentos de adquisición de participaciones en empresas de determinados sectores económicos por parte de los fondos de riqueza soberana.

Hay elementos que, sin embargo, podrían mitigar estas suspicacias. Algunos fondos de riqueza soberana de los países del Golfo llevan décadas funcionando, durante las que se ha puesto de manifiesto que sus estrategias inversoras se guían por consideraciones de rentabilidad-riesgo y no por consideraciones estratégicas. De acuerdo con una visión relativamente aceptada, estos fondos tienen horizontes de inversión de medio plazo, lo que les diferencia de inversores privados más agresivos (como los *hedge-funds*) o de otros inversores públicos, y los aproxima a otros grandes inversores institucionales, como los fondos de pensiones públicos. Bajo esta caracterización, el crecimiento de los fondos de riqueza soberana en los países del Golfo podría ser una fuerza estabilizadora en los mercados financieros internacionales, interpretación que viene reforzada por el hecho de que a lo largo del segundo semestre de 2007 y los primeros meses de 2008, estos fondos se han constituido en una fuente de liquidez importante para empresas del sector financiero del mundo occidental con necesidades de ampliación de capital.

Precisamente, la importancia que las inversiones de estos fondos están alcanzando, como se ha hecho patente en el actual contexto de turbulencias en los mercados financieros de los países más desarrollados, ha llevado a tomar iniciativas multilaterales para eliminar las suspicacias que la opacidad y la ausencia de información sobre estos fondos de riqueza soberana continúan generando en los potenciales receptores de sus inversiones. Cabe mencionar especialmente los trabajos que se están llevando a cabo por el FMI (véase FMI, 2008a) y la OCDE, para elaborar códigos de buenas prácticas, que puedan ser suscritos de manera voluntaria tanto por parte de los fondos como de

los receptores de sus inversiones. La Comisión Europea (2008) ha tratado de consensuar una posición común a nivel europeo. En ella se reafirma el compromiso con la libre circulación de capitales, el apoyo a las iniciativas multilaterales, y se propone apoyar la mejora de dos de las deficiencias de los fondos de riqueza soberana: la transparencia y la calidad del gobierno institucional. En cuanto a la calidad del gobierno institucional, la Comisión Europea propone, entre otros aspectos, hacer explícitos los objetivos de inversión y la asignación de responsabilidades a nivel interno, y aumentar la autonomía operacional. En lo relativo a la transparencia, se sugiere, entre otras cosas, la divulgación de las posiciones de inversión, de la asignación de los activos por tipo de instrumento y moneda, del ejercicio de los derechos que otorgan las participaciones financieras, y la publicación de las participaciones mayoritarias.

5. Conclusiones

Los elevados precios del petróleo están generando un fuerte incremento de las exportaciones en los principales exportadores de crudo, particularmente notable en los países del Golfo. Las autoridades de estos países, que tienen un papel decisivo en la gestión del sector petrolífero, están respondiendo con el ahorro de una gran parte de los ingresos derivados de estas exportaciones. Este ahorro del sector público se está materializando, en su mayor parte, en forma de activos extranjeros, y se está canalizando a través de los fondos de riqueza soberana. Sin embargo, no existe información precisa acerca del volumen y los tipos de inversión de estos fondos.

En este trabajo se han presentado estimaciones que apuntarían a que los activos gestionados podrían situarse entre 1.000 y 1.600 miles millones de dólares, lo que les convertiría en importantes agentes en los mercados financieros internacionales. Más aún, en caso de persistir los elevados precios del petróleo y otras fuentes de energía en los próximos años, cabría esperar un incre-

mento en el volumen de activos gestionados por dichos fondos, y un aumento de su peso en los mercados financieros internacionales.

Referencias bibliográficas

- [1] BLUNDELL-WIGNALL, A.; HU, Y. y YERMO, J. (2008): «Sovereign Wealth Funds and Pension Fund Issues», *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, número 14.
- [2] COMISIÓN EUROPEA (2008): «A Common Approach to Sovereign Wealth Funds», Comunicación de la Comisión Europea.
- [3] HIGGINS, M.; KLITGAARD, T. y LERMAN, R. (2006): «Recycling Petrodollars», *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank de Nueva York, volumen 12, número 9, diciembre.
- [4] FMI (2007a): «Sovereign Wealth Funds», Anexo 1.2. del Capítulo 1 del *Global Financial Stability Report*, septiembre.
- [5] FMI (2007b): *The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom*, marzo.
- [6] FMI (2008a): *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*.
- [7] FMI (2008b): Recuadro 2.2 «Bank Lending and Petrodollars», *World Economic Outlook*, abril, de próxima publicación.
- [8] FMI (2008c): *Global Financial Stability Report*, abril.
- [9] IIF (2007): «Tracking GCC Petrodollars: How and Where They Are Being Invested Around the World», *Regional Briefing Gulf Cooperation Council*.
- [10] LANE, P. y MILESSI-FERRETI, G. M. (2005): «The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004», *IMF Working Paper 06/69*.
- [11] OOMES, N. y KALCHEVA, K. (2007): «Diagnosing Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms?», *BOFIT Discussion Paper*, número 7.
- [12] RAVINA, L. (dir.) (2007): «Observatorio sobre el gobierno de la economía internacional», *Papeles de la Fundación*, número 20, Fundación de Estudios Financieros.
- [13] REISEN, H. (2008): «How to Spend it: Sovereign Wealth Funds and the Wealth of Nations», *OECD Policy Insights*, número 59, febrero.
- [14] RUIZ, J. y VILARRUBIA, J. (2006): «Canales de reciclaje internacional de los petrodólares», *Banco de España Documento Ocasional*, número 0605.
- [15] SANTISO, J. (2008): «Sovereign Development Funds», *OECD Policy Insights*, número 5, enero.
- [16] SETSER, B. (2007): «Oil and Global Adjustment», *RGE monitor* (mimeo).
- [17] SETSER, B. y ZIEMBA, R. (2007a): «What do we Know about the Size and Composition of Oil Investment Funds?», *RGE Monitor*, mimeo, abril.
- [18] SETSER, B. y ZIEMBA, R. (2007b): «Understanding the New Financial Superpower- The management of GCC Official Foreign Assets», *RGE Monitor* mimeo, diciembre.
- [19] TRUMAN, E. (2007a): «Sovereign Wealth Funds: the Need for Greater Transparency and Accountability», *Peterson Institute Policy Brief PB07-6*, agosto.
- [20] TRUMAN, E. (2007b): «A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds», mimeo Peterson Institute (presentado en la conferencia «China's Exchange Rate Policy»).

ANEXO

Para estimar la evolución de las posiciones externas y de los fondos de riqueza soberana es necesaria información relativa a su valor al inicio del período de estudio, información sobre los flujos y una estimación de la plusvalía o efecto valoración-precio:

— *Flujos financieros totales $FA(t)$ y del sector público $FA_{public}(t)$* : los flujos financieros totales se obtienen a partir de estadísticas nacionales o de informes del FMI, mientras que las dotaciones anuales a fondos de riqueza soberana pueden aproximarse a partir de determinados desgloses de las cuentas financieras de estas estadísticas.

— *Posiciones externas totales a principios del período de estudio [$NFA(2000)$]*: se toman de Lane y Milesi-Ferreti (2005).

— *Tamaño de los fondos de riqueza soberana a principios del período de estudio [$SWF(2000)$]*: en el caso del fondo de riqueza soberana de EAU, se toma información en prensa acerca del valor inicial. Para los activos exteriores públicos que gestiona el SAMA, existe información en el balance del banco central. En el caso de Kuwait se divulgó el tamaño del fondo de riqueza soberana en 2006 y 2007, pero no se dispone para años anteriores. Dado que no se dispone de dicha información para los casos de Omán y Qatar, se asume que era cero.

— *Efecto valoración-precio o plusvalía anual ($P_{t,t-1}$)*: la plusvalía implícita en el caso de Kuwait entre 2006 y 2007 es del 8 por 100. Si bien esta plusvalía es muy semejante a la media del fondo de riqueza soberana de Noruega en el período 1997-2007 (el 7,6 por 100), algunos estudios (Setser y Ziemba, 2007a) consideran que la plusvalía de estos fondos es muy superior, y la estiman en cerca del 20 por 100, motivo por el que replicamos los desarrollos con una plusvalía del 16 por 100.