

**CANALES DE RECICLAJE
INTERNACIONAL DE LOS
PETRODÓLARES**

2006

Juan Ruiz
y Josep Vilarrubia

**Documentos Ocasionales
N.º 0605**

BANCO DE ESPAÑA



CANALES DE RECICLAJE INTERNACIONAL DE LOS PETRODÓLARES

CANALES DE RECICLAJE INTERNACIONAL DE LOS PETRODÓLARES (*)

Juan Ruiz y Josep Vilarrubia

BANCO DE ESPAÑA

(*) Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Santiago Fernández de Lis, José Viñals y José María Marín a versiones previas de este documento. Todos los errores u omisiones son responsabilidad exclusiva de los autores. Dirección para correspondencia: Banco de España, Departamento de Economía y Relaciones Internacionales, Alcalá, 48, 28014 Madrid, España (tel. +34 91 338 4334 o +34 91 338 7922, fax +34 91 338 6212).

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con las del Banco de España o las del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2006

ISSN: 1696-2222 (edición impresa)
ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)
Depósito legal: M.30129-2006
Imprenta del Banco de España

Resumen

La subida del precio del crudo desde 2002 ha conllevado un significativo aumento de los ingresos en los países exportadores de petróleo. Así, los países de la OPEP y Rusia recibieron entre 2003 y 2006, unos 1,3 billones de dólares adicionales respecto a su nivel de exportaciones en el año 2002 gracias al aumento del precio del crudo y del resto de materias primas. Este documento analiza, a la luz de los escasos datos disponibles, el reciclaje de estos recursos hacia la economía mundial a través de dos canales: el *comercial*, vía mayores importaciones, y el *financiero*, a través de un aumento de los activos netos de estos países en el resto del mundo. Nuestros resultados indican que, aproximadamente, el 50% de los recursos adicionales por exportaciones se han destinado a un aumento de las importaciones y el resto se ha destinado a la acumulación de reservas internacionales y otras mejoras de los activos netos de estos países. Comparando este episodio con otros de subida del precio del petróleo como, por ejemplo, los resultantes de la restricción de oferta que siguió a la formación de la OPEP en los años setenta, encontramos que la importancia del canal comercial ha sido mayor en este episodio que en los anteriores. Esto puede ser atribuido a (i) la percepción de una mayor permanencia de la presente subida en un contexto de demanda creciente, y (ii) el mayor gradualismo con que se ha producido el presente aumento de precio, que habría permitido el aumento escalonado de las importaciones.

Códigos JEL: Q43, F14.

Palabras clave: Petróleo, exportaciones, importaciones, reservas internacionales, activos netos exteriores, reciclaje comercial, reciclaje financiero.

1 Introducción

El precio del petróleo ha experimentado un sustancial aumento desde inicios del año 2002, lo que lo ha llevado a alcanzar cotizaciones máximas históricas en términos nominales a fines del primer cuatrimestre de 2006, cuando el crudo tipo Brent alcanzó cerca de 75 dólares por barril, más de tres veces el precio en enero de 2002 (gráfico 1)¹. Aunque en términos reales el precio del petróleo aún no ha alcanzado los máximos históricos de 1980, el actual incremento se ha traducido en una significativa mejora de los términos de intercambio para los principales países exportadores de crudo. En total, estas economías habrían recibido por exportaciones de crudo alrededor de 700 mil millones de dólares en 2005 (un 73% más que en 2001), de los cuales alrededor de un 80% se dirigieron hacia los países de la OPEP y Rusia. Asimismo, el aumento de la factura energética para los países importadores de petróleo ha contribuido al empeoramiento de los desequilibrios globales haciendo que los países exportadores de petróleo se convirtieran, en 2005, en la segunda principal contrapartida al déficit comercial de Estados Unidos, sólo por detrás de China. Este documento analiza, a la luz de los escasos datos disponibles sobre estas economías, el uso internacional de los recursos recibidos por los principales países exportadores de crudo a través de los canales comercial y financiero, comparándolo con experiencias previas de aumentos en el precio del petróleo.

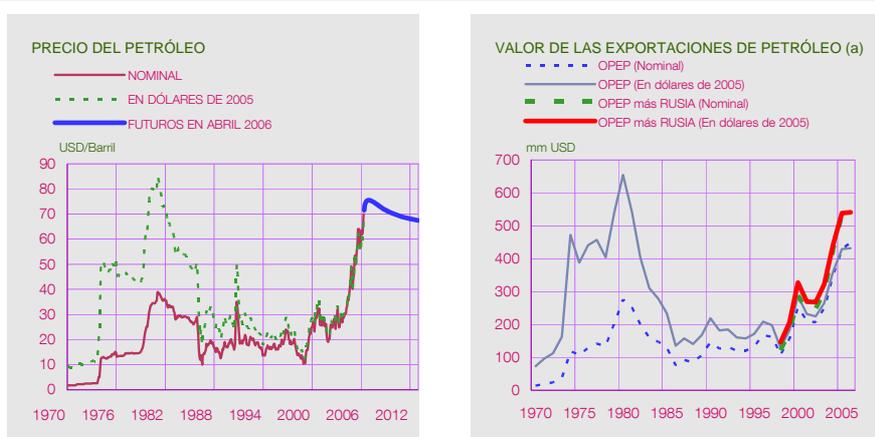
1. Para un análisis de las causas y consecuencias del incremento del precio del petróleo véase, por ejemplo, Ruiz (2004).

2 Evolución de los ingresos de los principales países exportadores de petróleo

El aumento del precio del petróleo desde el año 2002 ha generado para los países exportadores de petróleo un significativo aumento de sus ingresos por exportaciones. Como puede apreciarse en el gráfico 1, el valor real de las exportaciones de los países de la OPEP no ha superado todavía los niveles alcanzados en 1979 y las previsiones de distintos organismos y los precios en los mercados de futuros indican que este incremento sería, en gran medida, de carácter permanente.

PRECIO Y EXPORTACIONES DE PETRÓLEO DE LA OPEP Y RUSIA

GRÁFICO 1



FUENTES: Energy Information Administration (Department of Energy, EE.UU), OPEP, FMI y Datastream.

a. Previsión para 2006 de la EIA. Datos para Rusia disponibles sólo desde 1998.

El precio del gas natural ha tenido usualmente una alta correlación con el precio del petróleo, debido a la indexación de sus contratos al precio del crudo. Sin embargo, en contraste con la usualmente baja correlación entre el precio del petróleo y otras materias primas, este episodio de aumento de precios del crudo ha sido acompañado también por un aumento del precio internacional de otros productos primarios, especialmente los metales industriales y preciosos. Este comportamiento inusual refleja la importancia de la robustez de la demanda global de materias primas como uno de los principales factores explicativos del incremento de precio del crudo. Este incremento simultáneo del precio del crudo y del precio de otras materias primas hace necesario incluir las exportaciones de otros bienes en el presente análisis, dada su importancia especialmente en el caso de Rusia².

Una posible medida de los ingresos adicionales obtenidos por los países exportadores de petróleo es la diferencia entre el valor de sus exportaciones y el de un año

2. Las exportaciones de materias primas en Rusia suponen un 85% del valor total de sus exportaciones de bienes si bien las exportaciones de petróleo representan solamente un 40% del total. Esto contrasta con los países de la OPEP donde la participación del petróleo en las exportaciones totales alcanza, por ejemplo, el 98% en el caso de Nigeria, 95% en Arabia Saudita, 90% en Irán o 82% en Venezuela.

base. El gráfico 1 muestra que el año 2003 marca el inicio del incremento de ingresos por exportaciones en los países de la OPEP y Rusia, por lo que el análisis realizado en este documento toma el año 2002 como año base para el actual episodio de aumento de precios del crudo. Como se muestra en el gráfico 2, el valor de las exportaciones de los países de la OPEP y Rusia aumentó 87 mil millones de dólares en 2003 respecto a 2002, diferencial que continuó aumentando en 2004. Estimaciones realizadas por la Energy Information Administration sitúan el valor de las exportaciones de petróleo en esos países en 2005 en alrededor de 335 mil millones de dólares por encima del alcanzado en 2002, a lo que habría que agregar 100 mil millones adicionales por el incremento del valor del resto de las exportaciones. Esto sitúa el valor acumulado de los ingresos adicionales entre 2002 y 2005 en cerca de 785 mil millones de dólares, cifra que aumentaría hasta cerca de 1,35 billones de dólares si consideramos las previsiones para 2006.

INGRESOS ADICIONALES POR EXPORTACIONES

GRÁFICO 2



FUENTES: FMI, OPEP y Energy Information Administration (Department of Energy, EE.UU).

- a. Previsiones de exportaciones de petróleo para 2006 de la Energy Information Administration.
 b. Miles de millones de dólares de 2005 por encima del primer año de cada periodo (año 0).

El tamaño relativo de estos ingresos adicionales puede ser significativo o no dependiendo de la variable con la que se compare. Así, por ejemplo, los ingresos adicionales acumulados entre 2002 y 2005 por el aumento del precio del petróleo equivalen aproximadamente al 1,2% del PIB mundial o al 42% del incremento mundial de las reservas internacionales en ese período. Sin embargo, las comparaciones con el aumento del valor del mercado bursátil o de bonos mundiales reflejan el gran tamaño de los mercados financieros en comparación con indicadores reales, como las exportaciones de los países de la OPEP y Rusia. Por ejemplo, el incremento del valor de las exportaciones de esos países entre 2002 y 2004 equivale solamente al 1,7% de la revalorización de los mercados bursátiles mundiales, al 4% del incremento de la deuda pública mundial o al 3,2% del incremento de la deuda privada mundial en el mismo período.

Además de las comparaciones anteriores, referidas a la magnitud de los recursos transferidos hacia los principales exportadores de petróleo, resulta también importante

destacar la contribución negativa del petróleo al saldo de la balanza por cuenta corriente de los importadores de crudo, como la mayor parte de los países europeos, de extremo oriente o Estados Unidos. En efecto, las importaciones netas de petróleo pasaron de representar el 22% del déficit comercial norteamericano en el año 2002 al 29% en 2005, con lo que contribuyeron al empeoramiento de los desequilibrios globales en 2004 y 2005. Tal como muestra el gráfico 3, el aumento del precio del petróleo también se reflejó en el incremento de la contribución de los países de la OPEP y Rusia al déficit comercial norteamericano. Así, el déficit comercial de Estados Unidos frente a estos países ha aumentado durante el presente episodio de subida y pasó de representar un 10% de su déficit total en 2003 a un 13% en 2005³, porcentaje superior al de la zona del euro o de Japón, aunque aún por debajo del 26% atribuible a China.

El tamaño relativo de los ingresos adicionales por exportación descritos en el apartado anterior justifica el estudio del uso de estos recursos y su reciclaje hacia los mercados mundiales. Este reciclaje internacional se puede realizar a través de dos vías: la comercial, a través de un aumento de las importaciones del resto del mundo, y la financiera, mediante un aumento de los activos netos de dichos países. Durante el aumento de precios de 1973 –y en menor medida en 1979–, los recursos adicionales por exportaciones de crudo se reciclaron principalmente a través del sector financiero, contribuyendo a la expansión de los entonces llamados euromercados y al aumento del crédito a las principales economías emergentes, lo cual desembocó finalmente en la crisis de la deuda de inicios de la década de los años ochenta.

El aumento de los ingresos por exportación en los países de la OPEP experimentado en los últimos dos años presenta diferencias y similitudes con experiencias anteriores en 1973, 1979 o la más reciente del año 2000. El gráfico 2 muestra que el incremento real de los ingresos respecto al inicio del episodio de aumento de precios es similar al de los dos *shocks* de la década de los años setenta. Sin embargo, existen diferencias importantes en la evolución de ese aumento de ingresos en dos aspectos que pueden condicionar la previsión de cómo se reciclarían esos ingresos adicionales: el grado de permanencia de esos recursos adicionales y el gradualismo de su incremento.

3. Otros dos países que también aportan una cantidad sustancial del petróleo importado a Estados Unidos son Canadá y México, que no pertenecen a la OPEP. La OPEP, sin embargo, suministra alrededor del 50% del petróleo importado por Estados Unidos, mientras las ventas de petróleo de Rusia a Estados Unidos son una proporción pequeña del total de importaciones de éste país.



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

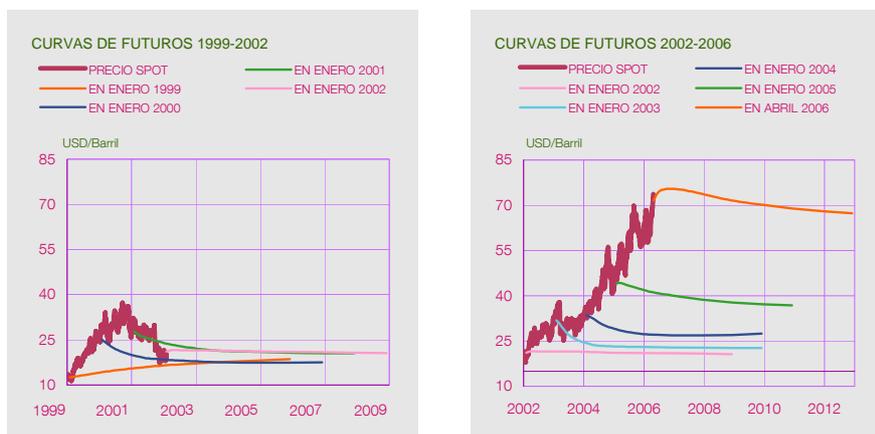
a. Excepto Venezuela, incluida en la OPEP.

Respecto al primer punto, el actual incremento de los precios del petróleo tiene, al parecer, un carácter más permanente que episodios anteriores –especialmente el del año 2000 y, en menor medida, el de 1979–, a juzgar por la evolución reciente del precio de los contratos a futuro, con cotizaciones que apuntaban, a fines de abril de 2006, a un precio del crudo tipo *Brent* que se situaría alrededor de 70 dólares por barril hasta el año 2012. A la luz del gráfico 1, se podría pensar que el aumento del precio del año 1973 tuvo un carácter más permanente que el de 1979. Por otro lado, el gráfico 4 muestra cómo en el año 2000 los mercados de futuros reflejaron la expectativa de una corta permanencia del aumento del precio del crudo y el regreso hacia una banda entre 18 y 22 dólares por barril, mientras que en el año 2004 y 2005 los contratos a futuro parecieron incorporar las expectativas del mercado de un mantenimiento de los precios en niveles cercanos a los de los contratos para entrega inmediata. Además, el aumento de precios experimentado desde 2002 está asociado a un fuerte aumento de la demanda, en contraposición con las restricciones concertadas de oferta en la década de los años setenta, tras la formación del cartel de la OPEP, lo que podría sugerir una mayor permanencia del *shock* actual. Si el aumento de ingresos por exportación –y por tanto, de la renta nacional y en muchos casos de los ingresos fiscales– se interpreta como un aumento permanente, el efecto

sobre el consumo, y por ende, sobre las importaciones, debería ser mayor que en el caso de un aumento temporal de esos ingresos. Así, en teoría, se podría esperar una mayor propensión al consumo y a las importaciones en el episodio del año 1973 y el actual que en el del año 1979 o el de 2000.

EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES A FUTURO DEL PETRÓLEO (a)

GRÁFICO 4



FUENTE: Bloomberg.

a. Precio del petróleo West Texas Intermediate.

Otra característica del actual incremento de los ingresos por exportación de los países de la OPEP ha sido su gradualismo, en comparación con los episodios de 1973 y 1979 (gráfico 3). En parte esto refleja el aumento sostenido de la demanda de crudo y los intentos de la OPEP de acomodar la oferta a esa demanda creciente, mientras los incrementos de precio en 1973 y 1979 se produjeron en un contexto de restricción súbita de oferta. El aumento más gradual de los ingresos por exportación en estos últimos tres años habría permitido una mayor absorción a través de las importaciones que en períodos anteriores⁴.

4. Existe evidencia anecdótica de que, por ejemplo, el aumento de importaciones en los años setenta se habría ralentizado debido a la inadecuada infraestructura necesaria para la importación de bienes en los países miembros de la OPEP.

3 Vías de reciclaje de ingresos por exportaciones de petróleo

Para una descomposición de los canales a través de los cuales se pueden reciclar los ingresos, resulta útil recordar la identidad contable de la balanza de pagos, que de forma simplificada se puede expresar de la siguiente manera:

$$X - M + CAP = \Delta Res \quad (1)$$

donde X y M representan, respectivamente, el valor de las exportaciones e importaciones de bienes, CAP es la entrada neta de capitales (excluyendo la variación de reservas) y ΔRes es la variación de las reservas internacionales⁵. Para analizar el reciclaje de los ingresos por exportación podemos considerar qué porcentaje de esos recursos es utilizado para la importación de bienes y servicios y qué porcentaje es canalizado a través del aumento neto de activos externos. Si expresamos la ecuación anterior en términos de las exportaciones totales obtendremos medidas del reciclaje promedio de esos ingresos por exportación:

$$\begin{aligned} 1 &= \frac{M}{X} + \frac{\Delta Res - CAP}{X} \\ \text{reciclaje} &= \text{reciclaje} + \text{reciclaje} \\ \text{medio} &= \text{comercial} + \text{financiero} \\ &\quad \text{medio} \quad \quad \quad \text{medio} \end{aligned} \quad (2)$$

Las siguientes secciones analizan la evolución del reciclaje medio a través del canal comercial y financiero, de acuerdo a la descomposición anterior.

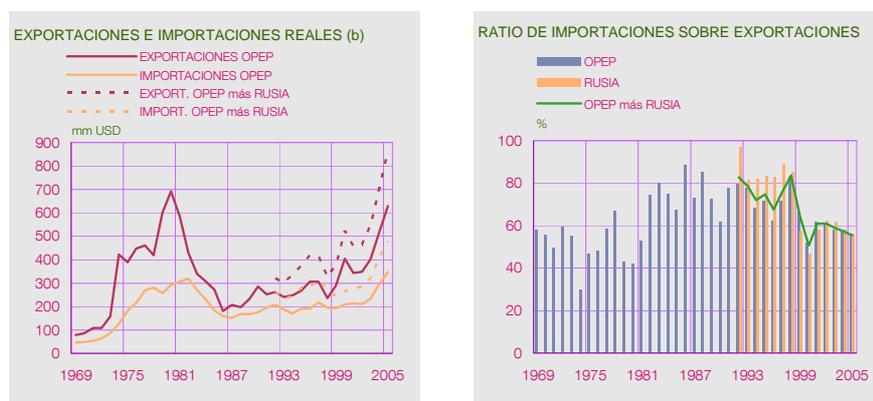
3.1 Canal comercial

A pesar de que el valor de las exportaciones de bienes de los países de la OPEP no ha superado, en términos reales, los niveles máximos alcanzados en 1980 (gráfico 5), las importaciones en los países exportadores de petróleo han aumentado por encima de su tendencia de los últimos años, lo que las ha llevado a niveles ligeramente superiores a los de inicios de la década de los años ochenta.

5. Es importante resaltar que dentro del agregado CAP se incluye el saldo de la balanza de servicios, el de la balanza de rentas y el de transferencias corrientes y de capital, junto al saldo de la cuenta financiera (excluyendo la variación de reservas exteriores). En términos estrictos, solamente la balanza financiera capturaría el reciclaje de los recursos por exportaciones a través del canal financiero, si bien ésta representa el componente principal del agregado CAP .

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES TOTALES DE LOS PAÍSES DE LA OPEP Y RUSIA (a)

GRÁFICO 5



FUENTE: FMI.

- a. Datos para Rusia disponibles sólo desde 1992. Datos para 2005 correspondientes a la anualización de los nueve primeros meses.
b. En dólares de 2005.

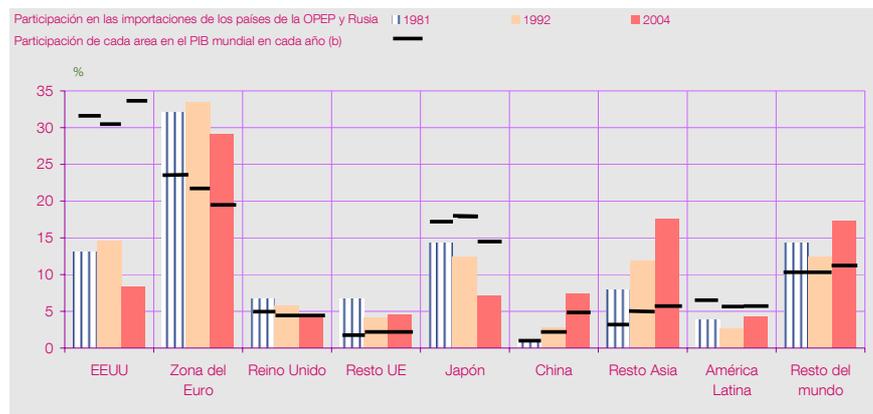
Como se describe en la sección anterior, una medida del reciclaje medio de los ingresos por exportación (a diferencia del reciclaje de los ingresos adicionales, analizado más adelante) realizado vía importaciones es el cociente entre importaciones y exportaciones. El gráfico 5 muestra las importaciones como proporción del total de exportaciones en los países de la OPEP, e incluye los datos correspondientes a Rusia a partir de 1992, primer año en que se encuentran disponibles. A la luz de esos datos, el reciclaje medio vía importaciones en los países de la OPEP es actualmente de alrededor del 60%, ligeramente superior al de los dos episodios de fuerte incremento del precio del petróleo en la década de los años setenta.

La evolución de la ratio de importaciones sobre exportaciones puede ser atribuida a la existencia de un mínimo de necesidades de importación por parte de estos países que es independiente del valor de las exportaciones. De este modo, esta ratio cayó durante los episodios de aumento de precio del petróleo por el súbito aumento del valor de las exportaciones. Asimismo, el gráfico 5 también revela cierta inercia en el volumen de importaciones, atribuible en parte al crecimiento demográfico de los países de la OPEP, lo que ha supuesto una menor volatilidad de éstas en comparación con las exportaciones totales.

El reciclaje de los ingresos por exportaciones a través de importaciones favorece especialmente a Asia y Europa, con una participación en las importaciones realizadas por los países de la OPEP y Rusia superior a su participación en el PIB mundial (gráfico 6). Destaca especialmente la penetración de China y el resto de Asia emergente en los últimos 15 años, en detrimento de la participación de Estados Unidos, Japón y Europa en esos mercados. Con todo, es necesario recordar que la importancia de la OPEP y Rusia dentro de los mercados mundiales de exportación sigue siendo reducido –entre el 3 y el 6 por ciento de las exportaciones totales de cada una de las áreas señaladas en el gráfico 6–, de modo que el efecto absoluto sobre la demanda externa de las regiones analizadas es relativamente pequeño. Así, durante el año 2004, el incremento de las exportaciones hacia la OPEP y Rusia contribuyó en 0,1 puntos porcentuales (pp) al incremento de las exportaciones de Estados Unidos, en 0,5 a las de la zona del euro, en 0,3 a las de Japón y en 0,7 a las de China.

ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES DE LOS PAÍSES DE LA OPEP MÁS RUSIA
(a)

GRÁFICO 6



FUENTE: FMI.

- a. Porcentaje de las importaciones totales, excluidas las provenientes de otros países exportadores de petróleo. Datos de Rusia para 1981 correspondientes a la URSS.
b. PIB mundial calculado a precios de mercado. Excluye los países de la OPEP y Rusia.

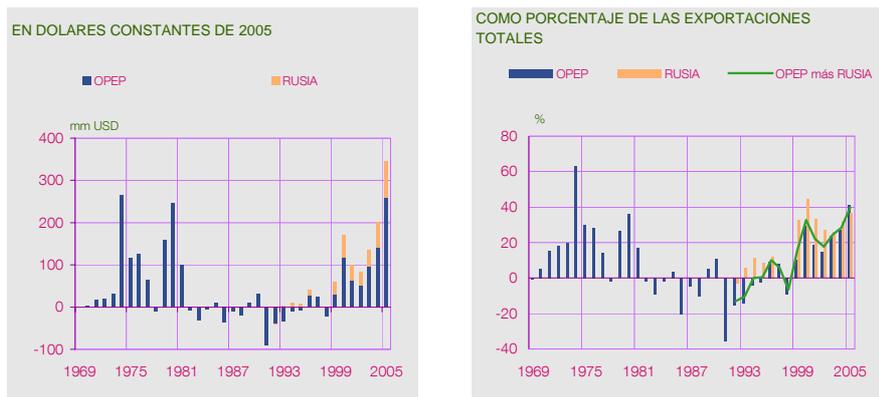
3.2 Canal financiero

Alternativamente al incremento de importaciones, los ingresos por exportación de petróleo pueden destinarse a mejorar la posición financiera internacional de los países exportadores de crudo. Así, el canal financiero incluye aumentos netos de reservas internacionales o salidas netas de capitales, que se reflejarían en un aumento de los activos externos netos de esos países.

El aumento del valor nominal de las exportaciones e importaciones ha supuesto que los ingresos por exportación destinados al aumento de activos internacionales netos hayan alcanzado máximos históricos en términos nominales en 2004 y nuevamente en 2005. Sin embargo, estos recursos no utilizados para importaciones, aproximados por el saldo de la balanza por cuenta corriente, han sido, en términos reales, similares a los máximos históricos de 1974 y 1980 (gráfico 7), si bien medidos como proporción de las exportaciones de bienes su importancia ha sido ligeramente menor que en esos episodios, producto del aumento de las importaciones de servicios y las transferencias al exterior.

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PAÍSES DE LA OPEP Y RUSIA (a)

GRÁFICO 7



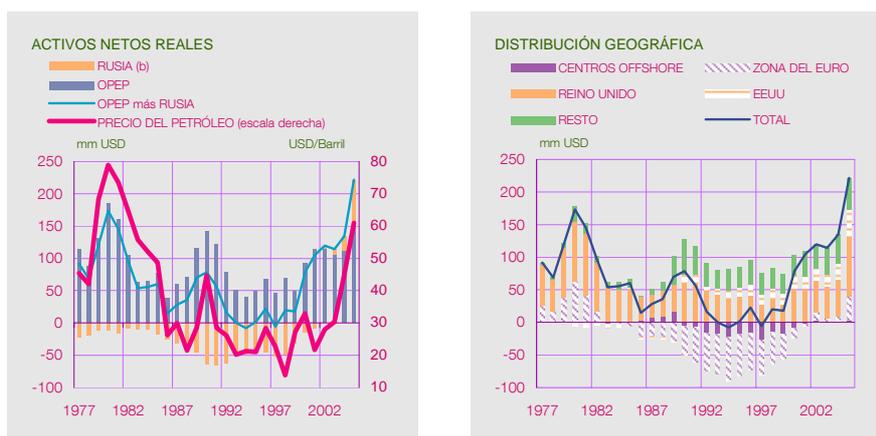
FUENTE: FMI.

a. Dólares constantes de 2005. Datos para Rusia sólo disponibles a partir de 1993.

Los datos del Banco Internacional de Pagos (BIS), muestran un aumento significativo de los activos netos que los países exportadores de petróleo mantienen en los bancos que informan de sus actividades al BIS, reflejo de su alta correlación con el precio del crudo. Así, las posiciones netas de los países exportadores de crudo en esos bancos se encuentran en niveles máximos históricos, incluso en términos reales, como se muestra en el gráfico 8. A pesar del crecimiento de los depósitos de los países exportadores de petróleo, éstos representaron a inicios de 2005 solamente un 1% del total de depósitos en los bancos que informan al BIS, en contraposición con un máximo de 13% alcanzado durante el aumento de precios del petróleo iniciado en 1979.

ACTIVOS NETOS DE LA OPEP Y RUSIA EN BANCOS QUE INFORMAN AL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (a)

GRÁFICO 8



FUENTES: BIS y BEA.

- a. Datos para fin de periodo, excepto tercer trimestre para 2005, en dólares de 2005 y ajustados por movimientos de tipo de cambio.
- b. Datos de Rusia anteriores a 1993 correspondientes a la URSS.

La disminución de la importancia relativa de los activos netos de los países exportadores de petróleo ha sido favorecida por el proceso de diversificación de la cartera de

inversión de los países exportadores de crudo hacia otros activos y por el aumento de la importancia de los depósitos de otras economías emergentes, especialmente de Asia, desde la crisis de 1997⁶.

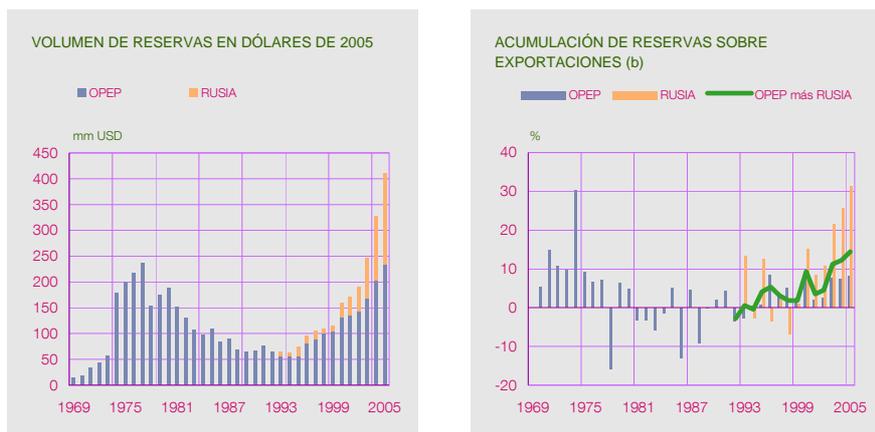
La distribución por monedas de los depósitos de la OPEP y Rusia muestra una gran variación entre el año 2002 y los primeros meses de 2005. Resulta especialmente notable la disminución en la cuota del euro en esos depósitos a favor del dólar desde inicios de 2004, sin una aparente relación con la evolución de los precios del petróleo. Un estudio reciente del BIS (2005) señala como posibles factores explicativos a la relativa estabilización del tipo de cambio del dólar frente al euro y al aumento del diferencial de tipos de interés a corto plazo a favor del dólar. El mismo estudio encuentra, a partir de 2004, un aumento de la sensibilidad al diferencial de tipos de interés de las cuotas por monedas de los depósitos bancarios de los países exportadores de petróleo.

La distribución geográfica de los activos netos de los países de la OPEP y Rusia revela la gran importancia del Reino Unido como centro financiero para estos países (gráfico 8). Asimismo, destaca la sustancial mejora de la posición neta de estos países con la zona del euro con la que han pasado de unos pasivos netos por encima de 54 mil millones de dólares en 1998 a unos activos netos de más de 30 mil millones de dólares en 2005. Cabe destacar, también, el importante aumento que han experimentado los activos netos de estos países frente a Estados Unidos que han pasado de 16 mil millones de dólares en 1998 a cerca de 43 mil millones en 2005.

Por otro lado, las reservas internacionales de los países de la OPEP y Rusia se han más que duplicado entre 2001 y 2005, aunque en términos reales los países de la OPEP alcanzaron niveles similares a los máximos alcanzados a mediados de la década de los años setenta (gráfico 9). Destaca en particular la acumulación de reservas internacionales de Rusia, que medida como proporción de las exportaciones totales ha alcanzado niveles similares a la de los países de la OPEP en 1973.

Sin embargo, el reciente incremento de las reservas internacionales de los países exportadores de petróleo se ha producido en el contexto de una acumulación global de reservas, que han aumentado de 2,3 billones de dólares en 2000 a 4,1 billones en el tercer trimestre de 2005, especialmente en las economías de Asia emergente. De este modo, a pesar del fuerte incremento de reservas en los países exportadores de petróleo, su participación en las reservas internacionales mundiales solo ha aumentado al 9% en 2005 desde el 7% en 2000, muy lejos del 30% alcanzado a mediados de la década de los años setenta. En términos de acumulación, las reservas internacionales en la OPEP y Rusia supusieron el 14% del total de aumento de reservas mundiales en el período 2002-2005, en contraposición a un 67% para el período 1973-1976.

6. La posición de activos netos de los países de Asia emergente se ha revertido, al pasar de -220 mil millones de dólares en 1997 a 97 mil millones de dólares en 2001, nivel que se ha reducido hasta los 35 mil millones de dólares en el tercer trimestre de 2005.



FUENTES: BIS y BEA.

- a. Datos correspondientes al fin del periodo. Datos para Rusia disponibles sólo a partir de 1993.
 b. Variación de reservas internacionales como porcentaje de las exportaciones totales.

De forma complementaria al incremento de reservas, algunos países han canalizado parte de los ingresos adicionales por exportación de petróleo a la recompra de parte de su deuda externa. Así, por ejemplo, Rusia redujo su deuda externa del 58% del PIB en 2000 hasta alrededor de 36% en 2004 con una reducción aún mayor de la deuda pública desde el 44% del PIB en el año 2000 al 18% en 2004. En los Emiratos Árabes Unidos, la deuda pública como proporción del PIB disminuyó del 26% en 2000 a 16% en 2004. En Arabia Saudita, el gobierno central ha usado parte de los ingresos adicionales por petróleo para reducir su deuda desde el 86% del PIB en 2000 a un 63% en 2004 estimándose una disminución adicional en 2005 hasta el 46%.

Si bien es cierto que la mayor parte de los países analizados han establecido fondos de estabilización para canalizar una parte sustancial de los ingresos adicionales por exportaciones de petróleo, existe mucha heterogeneidad en la disciplina con la cual estos países han seguido sus propias reglas para el uso de esos fondos. Así, por ejemplo, gran parte han sido utilizados de manera discrecional para financiar gasto público o re-inversiones en el sector energético (Venezuela, Arabia Saudita, Nigeria y Argelia) o para sufragar los costes del subsidio doméstico a los productos refinados de petróleo (Venezuela, Irán, Argelia, Nigeria y Arabia Saudita).

4 Reciclaje de los ingresos adicionales por exportación y comparación con episodios anteriores

El análisis de la sección anterior, si bien muestra el uso promedio que han dado los principales exportadores de petróleo a los recursos por exportación, no brinda una idea completa del uso de los ingresos adicionales generados por un episodio de fuerte aumento del precio del crudo. Podemos volver a la identidad de la balanza de pagos $X-M+CAP=\Delta Res$ y analizar las variaciones en los componentes de esa ecuación respecto a un año base:

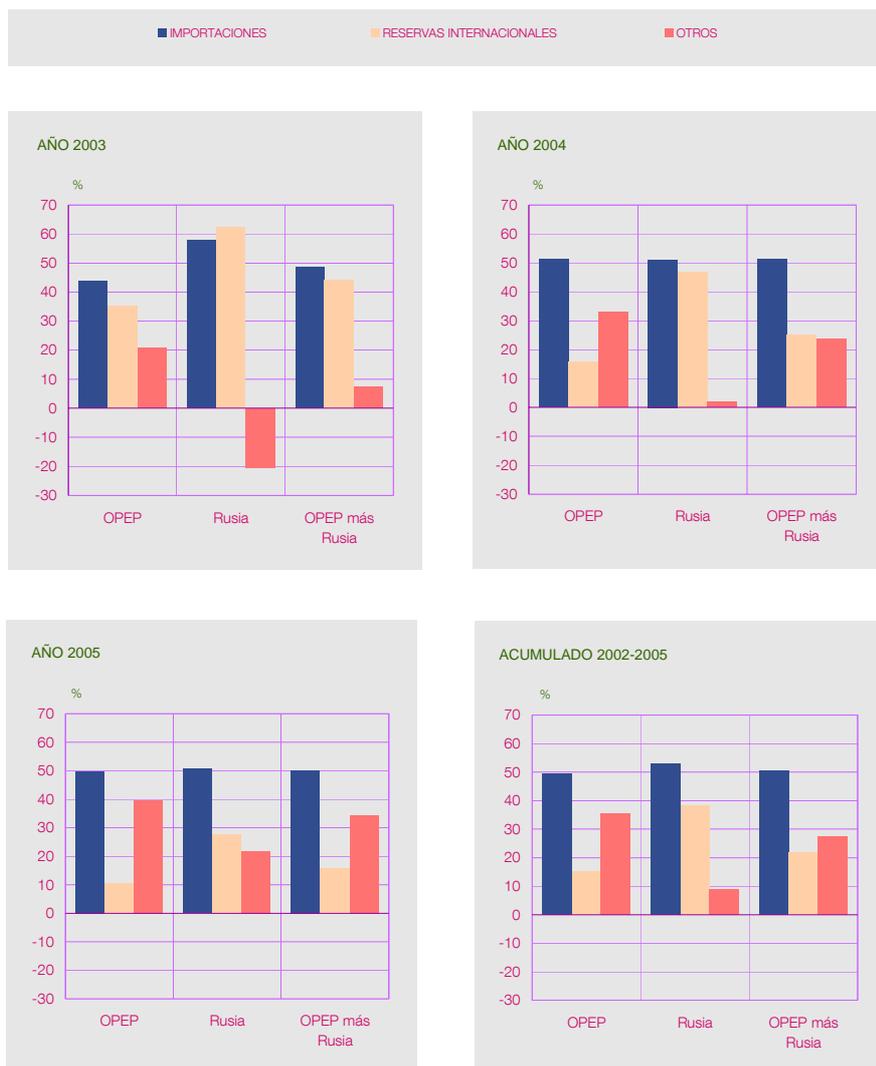
$$1 = \frac{dM}{dX} + \left(-\frac{dCAP}{dX} + \frac{d\Delta Res}{dX} \right) \quad (3)$$

reciclaje
de recursos adicionales = reciclaje por
canal comercial + reciclaje por
canal financiero

donde dY representa la variación de la variable Y respecto al año base escogido. Esta ecuación descompone los ingresos adicionales por exportaciones (dX) en importaciones adicionales (dM), una aceleración en el ritmo de acumulación de reservas internacionales ($d\Delta Res$) y una reducción de las entradas netas de capitales ($dCAP$), por el incremento de otros activos, la reducción de pasivos internacionales, o ambos.

El gráfico 10 resume la descomposición de los ingresos adicionales en los países de la OPEP y en Rusia según su utilización. Dada la escasa calidad de los datos financieros disponibles, consideramos una descomposición en tres posibles usos: (i) aumento de importaciones, (ii) aceleración en la acumulación de reservas internacionales, y (iii) la categoría «otros» que incluye el saldo del resto de la cuenta financiera de la balanza de pagos, así como el saldo de la balanza de servicios y la de rentas y transferencias. Si se toma el conjunto de los países de la OPEP y Rusia, el incremento acumulado de las importaciones entre los años 2003 y 2005 respecto a 2002 representó el 51% de incremento de recursos por exportaciones, mientras que el incremento de reservas internacionales supuso un 22% del aumento del valor de las exportaciones. El 28% restante se ve explicado por la salida de recursos de esas economías, a través principalmente de la balanza financiera⁷.

7. No existen datos recientes de descomposición de las diferentes partidas de la balanza de pagos para todos los países miembros de la OPEP. Sin embargo, tomando como base los datos disponibles para Rusia, Arabia Saudita, Kuwait y Venezuela, que concentran alrededor de un 60% de los ingresos adicionales por exportaciones de los países analizados en el gráfico 10, se puede estimar la participación del saldo de la balanza financiera y el resto de partidas de la balanza de pagos en el agregado «otros». Así, el 28% asignado a esa partida en el acumulado para 2003-2005 podría descomponerse en alrededor de 7 pp de otras partidas de la cuenta corriente (especialmente la balanza de servicios) y 21 pp del saldo de la balanza financiera. Con esta descomposición, podría afirmarse que alrededor de un 60% de los ingresos adicionales por exportaciones se habrían reciclado a través del canal comercial (en un sentido amplio), y el 40% restante a través del canal financiero.



FUENTES: BEA, FMI y BIS.

a. Porcentaje del incremento de las exportaciones respecto a 2002. Datos para 2005 correspondientes a los nueve primeros meses.

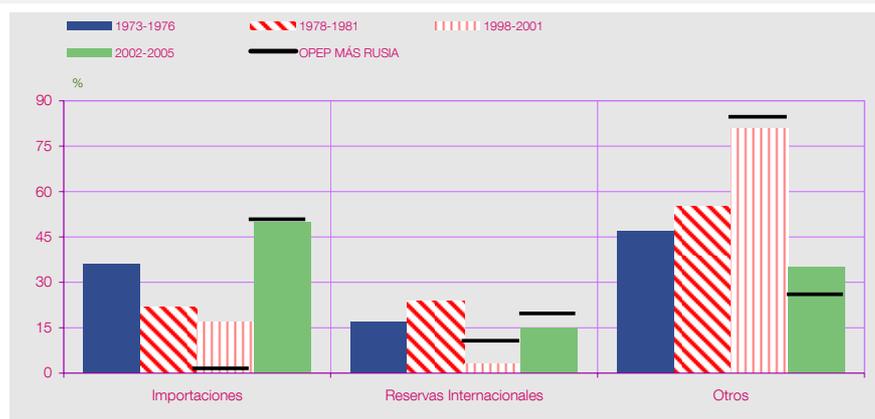
La estimación del reciclaje de los ingresos extraordinarios por exportaciones a través de un aumento de las importaciones resulta similar a la realizada recientemente por el FMI (2005 y 2006) para el conjunto de países del medio oriente y Asia central. El estudio del FMI (2005) señala a que alrededor de un 50% de los ingresos adicionales por exportación de petróleo entre 2002 y 2005 se habrían destinado a un incremento de las importaciones, aunque el estudio del FMI (2006) reduce esa cifra a alrededor de 36%⁸. Las estimaciones aquí presentadas, sin embargo, resultan ligeramente menores que las realizadas en OCDE (2005) con series temporales entre 1997 y 2004.

⁸ Las estimaciones realizadas por el FMI en el World Economic Outlook de Abril de 2006 suponen, a diferencia de este análisis, que (i) el incremento de los ingresos por exportaciones no petroleras no representa un *shock* positivo para estos países; y (ii) que la propensión marginal a importar por un aumento de otros ingresos de la cuenta corriente es igual al 100%. Ambos supuestos generan una estimación del reciclaje a través de mayores importaciones inferior a la mostrada aquí para el episodio 2002-2005, aunque no tienen tanto efecto para los otros tres periodos, cuando el incremento de ingresos por exportaciones no petroleras no fue tan significativo.

En particular, las estimaciones de la OCDE apuntan a que un 60 por ciento del incremento de ingresos por exportaciones en los países de la OPEP se traduciría en mayores importaciones en un plazo de dos años. Es necesario tener en cuenta, sin embargo, que las estimaciones mostradas en este documento únicamente incluyen el efecto contemporáneo acumulado en los tres primeros años del reciente incremento del precio del petróleo. Así, muchos de los efectos retrasados sobre las importaciones resultado del fuerte incremento de las exportaciones en 2004 y 2005 aún no habrían tenido tiempo de manifestarse por completo.

RECICLAJE DE LOS INGRESOS ADICIONALES POR EXPORTACIONES EN PAÍSES DE LA OPEP (a)

GRÁFICO 11



FUENTE: BEA, FMI y BIS.

a. Porcentaje del incremento de las exportaciones respecto al primer año de cada periodo.

Para comparar los diferentes canales de reciclaje de exportaciones con episodios anteriores, el gráfico 11 muestra el uso de los recursos adicionales acumulados por la OPEP en los años posteriores a los incrementos del precio del petróleo iniciados en 1973, 1979, 1999 y 2002. Resulta conveniente resaltar que, para mantener la consistencia temporal, en este gráfico se incluyen los datos de Rusia sólo para los episodios 1998-2001 y 2002-2005, los únicos para los cuales existe información para ese país. En cada episodio analizado, los ingresos adicionales se definen como el aumento de los ingresos respecto al primer año del período, considerado el año base. El reciclaje a través de mayores importaciones resulta así más alto en el período 2002-2005 que en los tres anteriores, probablemente debido a una conjunción de tres factores: (i) la percepción de una mayor permanencia del incremento de precio del crudo, (ii) el carácter más gradual de este incremento, y (iii) la mejora de la infraestructura de comercio exterior, que ha permitido el aumento de las importaciones debido al incremento de la renta. Este mayor reciclaje a través de importaciones es consistente con estimaciones realizadas por Barrell y Pomerantz (2004). Según estos autores, el aumento de las importaciones después de un aumento de los ingresos por exportación se habría acelerado desde mediados de la década de los años ochenta.

Por otro lado, la acumulación de reservas internacionales también representa un canal importante de reciclaje –supuso un 15% del incremento del valor de las exportaciones–, aunque de menor importancia que en los dos episodios de la década de los años setenta (17% en 1973-1976 y 24% en 1978-1981). Este porcentaje, sin

embargo, aumenta hasta el 22% si se incluye la evolución de las reservas internacionales en Rusia, situándolo por encima de los episodios de 1973-1976 y 1998-2001 y sólo ligeramente por debajo del episodio de 1978-1981.

Por último, aunque el porcentaje de ingresos adicionales de los países de la OPEP reciclado a través de los flujos de capitales no es demasiado diferente a los de la década de los años setenta, es necesario tener en cuenta dos factores: (i) incluyendo a Rusia, ese porcentaje disminuye hasta el 28%, y (ii) a diferencia de la década de los años setenta, se habría utilizado una mayor proporción de los ingresos adicionales por exportaciones para la reducción de la deuda externa de los países exportadores, en lugar de destinarlos preferentemente al aumento de sus activos en la banca internacional⁹.

9. De forma similar al ejercicio realizado en la nota 7, se puede estimar la contribución del saldo de la balanza financiera y el resto de rúbricas de la balanza de pagos al agregado «otros» del gráfico 11, utilizando los datos de la balanza de pagos disponibles para algunos de los países de la OPEP en cada uno de los periodos analizados en ese gráfico. Así, la aportación de la balanza financiera al apartado «otros» aumentaría progresivamente desde un 65% para el período 1973-1976 hasta un 98% para el período 2002-2005. De esta forma, podría afirmarse que el reciclaje a través del canal comercial (en un sentido amplio), en los periodos 1973-1976, 1978-1981, 1998-2001 y 2002-2005 sería de alrededor del 52%, 38%, 36% y 52% de los ingresos adicionales por exportaciones, habiéndose reciclado el resto a través de canales financieros (acumulación de reservas y saldo negativo de la balanza financiera). La evolución del reciclaje a través del canal comercial presenta así un perfil similar al de las importaciones en el gráfico 11, aunque con porcentajes similares en 1973-1976 y 2002-2005.

5 Conclusiones

El incremento de los ingresos por exportaciones en los países de la OPEP y Rusia ha supuesto un flujo de recursos hacia esos países que supera los alcanzados en los episodios de aumento de precio del petróleo de los años setenta, aunque en términos reales esos ingresos alcanzaron en 2005 a niveles similares a los de 1980. Tomando como punto de referencia los ingresos por exportaciones en el año 2002, se estima que la OPEP y Rusia habrían experimentado un incremento acumulado del valor de sus exportaciones de bienes de alrededor de 785 mil millones de dólares entre el año 2003 y el 2005.

En los últimos tres años, los ingresos adicionales por exportaciones en la OPEP y Rusia se habrían canalizado en un 51% hacia un incremento de las importaciones. El resto de los recursos se habrían reciclado a través del canal financiero, bien por una mayor acumulación de reservas internacionales (22%) o bien por un aumento de otros activos exteriores netos (28%). Este aumento de los activos exteriores netos ha incluido una significativa reducción de la deuda externa de algunos de los principales exportadores de crudo, como Arabia Saudita y Rusia. Es necesario tener en cuenta, sin embargo, la existencia de un cierto retardo entre el aumento de ingresos por exportaciones y el incremento de las importaciones, con lo que el reciclaje a través del canal comercial podría llegar a ser, a medio plazo, incluso superior al estimado en este documento, en línea con estudios realizados por la OCDE (2005).

Esta distribución del uso de los recursos adicionales por exportaciones contrasta con la producida en los dos episodios de aumento de precios de 1973 y 1979, donde en promedio el canal comercial solamente supuso el reciclaje de un 28% del incremento del valor de las exportaciones, diferencia posiblemente debida a la percepción de una mayor permanencia del incremento de precio del crudo y al carácter más gradual del aumento de ingresos en el episodio actual. Ambas características están relacionadas con el hecho de que el presente incremento de precio se ha producido, en parte, por un fuerte, aunque gradual, aumento de la demanda internacional de petróleo en contraste con episodios anteriores en los que la subida de precio fue consecuencia de reducciones súbitas o concertadas de la oferta. Este aumento del reciclaje de los ingresos por exportación a través del canal comercial beneficia especialmente a Europa y a Asia emergente, zonas que gozan de un mayor peso relativo en la distribución geográfica de las importaciones de los países de la OPEP y Rusia.

BIBLIOGRAFÍA

- BARRELL, R., y O. POMERANTZ (2004). *Oil Prices and the World Economy*. NIESR Discussion Paper No. 242.
- BIS (2005). *Quarterly Review*, diciembre.
- FMI (2005). *Middle East and Central Asia Regional Economic Outlook*, septiembre.
- (2006). *Oil Prices and Global Imbalances*, capítulo II del World Economic Outlook, abril.
- OCDE (2005). *Economic Outlook*, 78, diciembre.
- RUIZ, J. (2004). «Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 24-39.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central Bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual. Version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Publicado el original en francés con el mismo número.)
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares.

BANCO DE ESPAÑA

Unidad de Publicaciones
Alcalá, 522; 28027 Madrid
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488
e-mail: Publicaciones@bde.es
www.bde.es

