

GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS

# Activos Financieros del Tesoro Público Chileno: Resultados y Desafíos

ESTUDIOS DE FINANZAS PÚBLICAS

Junio de 2008



GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS

# Activos Financieros del Tesoro Público Chileno: Resultados y Desafíos

**Andrés Contreras D.  
Jorge Rodríguez C.  
Carla Tokman R.  
Edith Vásquez M.**

**ESTUDIOS DE FINANZAS PÚBLICAS**

**Junio de 2008**

**Esta publicación corresponde al décimo primer número de la serie de Estudios de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.**

A través de esta serie se presentan documentos de trabajo que abordan temas de relevancia nacional por su impacto en las finanzas públicas, privilegiándose aquellos tópicos de especial pertinencia para el manejo de la política fiscal y la promoción de una eficiente asignación y uso de los recursos públicos.

Por tanto, es un aporte al análisis metódico y al debate fundamentado sobre las finanzas públicas en Chile y a la vez constituye una instancia de transparencia, al acercar la información presupuestaria a los ciudadanos.

## **AUTORES**

**Andrés Contreras Díaz**, Ingeniero Civil Industrial de la Universidad Católica de Chile, Analista de Programación Financiera de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**Jorge Rodríguez Cabello**, Ingeniero Comercial y Master en Economía de la Universidad Católica de Chile, Master en Administración Pública de la Universidad de Harvard, Jefe del Departamento de Estudios de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**Carla Tokman Ramos**, Economista de la Universidad de Chile, Analista del Departamento de Estudios de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**Edith Vásquez Morales**, Ingeniero Comercial y Master en Finanzas de la Universidad de Chile, Analista de Programación Financiera de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

## **EDITORES**

**Julio Valladares Muñoz**, Subdirector de Racionalización y Función Pública, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**Sandra Novoa Fernández**, Jefa de Comunicaciones de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Publicación de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda

Activos Financieros del Tesoro Público Chileno: Resultados y Desafíos

Registro de Propiedad Intelectual N° 172.352

I.S.B.N.: 978-956-8123-27-7

Todos los derechos reservados

Junio 2008

La serie **Estudios de Finanzas Públicas** está disponible en la página web de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda: [www.dipres.cl](http://www.dipres.cl)

Diseño, Composición y Diagramación: Torrealba y Asociados

Impresión: Editorial Atenas

# Índice

---

<b>1. Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2. Activos Financieros del Tesoro Público</b>	<b>7</b>
2.a Período 1989-2000	9
2.b Período 2001-2003	10
2.c Período 2004-2008	11
<b>3. Marco Legal que Rige la Administración de los Activos Financieros del Tesoro Público</b>	<b>17</b>
<b>4. Principios Orientadores de la Política de Activos Financieros del Tesoro Público 2004-2008</b>	<b>21</b>
4.a Decisión de retorno y riesgo	22
4.b Transparencia y rendición de cuentas	25
4.c Evitar exacerbar la apreciación del peso	28
4.d Evitar distorsionar precios en el mercado financiero local	29
<b>5. Optimización del Nivel de Activos Financieros</b>	<b>31</b>
5.a Nivel de Activos Financieros del FEES	31
5.b Nivel de Activos Financieros del FRP	34
<b>6. Conclusiones y Desafíos</b>	<b>37</b>
<b>7. Bibliografía</b>	<b>41</b>
<b>8. Anexo: Comparación de los Principales Fondos de Riqueza Soberanos del Mundo</b>	<b>43</b>



# 1

## Introducción\*

---

La política fiscal chilena se ha guiado desde 2001 por una regla de balance estructural que establece que el nivel de gasto público, en cada período, depende de los ingresos estructurales o permanentes del Fisco y no de los ingresos efectivos. De esta forma, se aíslan las decisiones de gasto público tanto de los vaivenes del ciclo económico como de los precios del cobre y del molibdeno.<sup>1</sup>

Las virtudes de la aplicación de esta política fiscal han sido ampliamente documentadas.<sup>2</sup> Tras siete años de aplicación en Chile, entre los principales beneficios se cuentan: permitir la acción contracíclica de la política fiscal, asegurar la sustentabilidad de las políticas públicas, resguardar la competitividad del sector exportador al sostener un tipo de cambio real más competitivo, aumentar la credibilidad del Fisco como emisor de deuda, estimular el ahorro público y reducir la necesidad de financiamiento externo.

Estos beneficios no se habrían logrado sin el férreo compromiso de la autoridad de cumplir con las metas de política fiscal, las que se referían a alcanzar un superávit fiscal estructural de 1% del PIB en el período 2001-2007 y de 0,5% del PIB a partir de 2008.<sup>3</sup>

Particularmente relevante es el hecho de que la política de balance estructural ya ha sido aplicada con éxito tanto en años de efectos cíclicos negativos sobre los ingresos fiscales (período 2001-2003), como en años de efectos cíclicos positivos (período 2004-2008). Precisamente, esto ha permitido sustentar los déficit fiscales efectivos del primer período con los superávit del segundo.

---

\* Los autores agradecen los valiosos comentarios y aportes de Sonia Adriasola, Paula Benavides, Matías Bernier, Luis Felipe Céspedes, Sergio Díaz, José Pablo Gómez, Eric Parrado y Patricio Sepúlveda.

1 Para mayores detalles sobre la metodología de balance estructural aplicada en Chile ver Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001a), (2001b).

2 Para mayores detalles sobre los principales resultados de la aplicación de la política de balance estructural en Chile ver Rodríguez, Tokman y Vega (2007) y (2006).

3 Para una discusión sobre las razones que llevaron a cambiar la meta de superávit estructural ver Velasco, Arenas, Céspedes y Rodríguez (2007) y Engel, Marcel y Meller (2007).

Sin desmedro de lo anterior, los históricamente altos precios del cobre -verificados especialmente a partir de 2006- han producido ingresos fiscales cíclicos, generando superávits fiscales que no sólo han permitido sustentar los déficit de años anteriores, sino que además han generado, una acumulación récord de activos financieros en el Tesoro Público. Al cierre del primer trimestre de 2008 el Fisco chileno reportó US\$17.192,0 millones en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), US\$1.574,3 millones en el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y US\$7.365,2 millones en otros activos del Tesoro Público. En conjunto esto representa cerca de 13,4% del PIB esperado para el año y 67,4% del presupuesto aprobado para 2008, cifras sin precedentes desde que existen estadísticas fiscales comparables.

Esta situación ha generado una serie de nuevos desafíos a la autoridad fiscal, ya no sólo referidos a resistir las esperables presiones en períodos de abundancia por aumentar el gasto público más allá de lo permitido por la política de balance estructural. Se han vuelto retos relevantes definir una adecuada política de inversiones de los activos financieros del Tesoro Público, tanto desde el punto de vista de su rentabilidad esperada y de su exposición al riesgo, como de sus potenciales efectos en el mercado cambiario; determinar los usos factibles de los activos acumulados, tanto del capital como de sus rentas y las respectivas reglas para hacerlo; y estimar los niveles de acumulación óptimos de los fondos, tanto para los distintos usos determinados como a nivel agregado.

En este contexto, el presente estudio tiene como objetivo describir los principios que han orientado la política de activos financieros del Tesoro Público chileno en el período 2004-2008, así como el marco legal que la ha regido, sus principales resultados y perspectivas, a la luz de los desafíos señalados.

Para estos efectos el resto del documento se estructura de la siguiente manera. En la Sección 2 se presenta la evolución de los activos financieros del Tesoro Público, con énfasis en el período 2004-2008<sup>4</sup>, destacándose que constituye un caso inédito en Chile, pero que hay experiencias similares a nivel internacional. En la Sección 3 se describe el marco legal que rige la administración de estos activos y cómo éste ha evolucionado en años recientes. En la Sección 4 se analizan los principios orientadores que han guiado la política de activos financieros en el período 2004-2008. En la Sección 5 se consideran escenarios de acumulación de activos financieros y se discuten lineamientos para la optimización de los mismos. Finalmente, en la Sección 6 se presentan las conclusiones y los desafíos que persisten.

---

<sup>4</sup> Se considera la información publicada por la Dirección de Presupuestos hasta el primer trimestre de 2008.

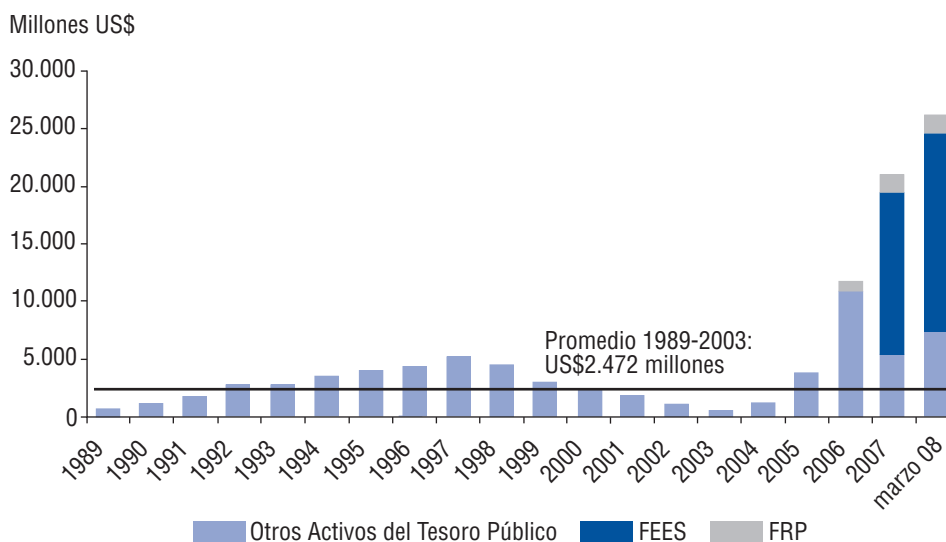
## 2

### Activos Financieros del Tesoro Público

Al cierre del primer trimestre de 2008 el Fisco chileno reportó US\$26.131,5 millones en activos del Tesoro Público, considerando US\$17.192,0 millones en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES); US\$1.574,3 millones en el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y US\$7.365,2 millones en otros activos del Tesoro. Es decir, una acumulación cercana a 13,4% del PIB esperado para el año y a 67,4% del presupuesto aprobado para 2008.

Estos niveles de acumulación de activos -que comenzaron a acentuarse a partir de 2005- no tienen precedente en la historia del país desde que existen estadísticas fiscales comparables, como se aprecia en el Gráfico 1. Mientras que para el período 1989-2003 la acumulación promedio no sobrepasó los US\$2.472 millones, al primer trimestre de 2008 ésta era superior en más de 10 veces a dicha cifra.

**Gráfico 1**  
**Activos Financieros del Tesoro Público, 1989-Marzo 2008**  
(Millones de US\$)



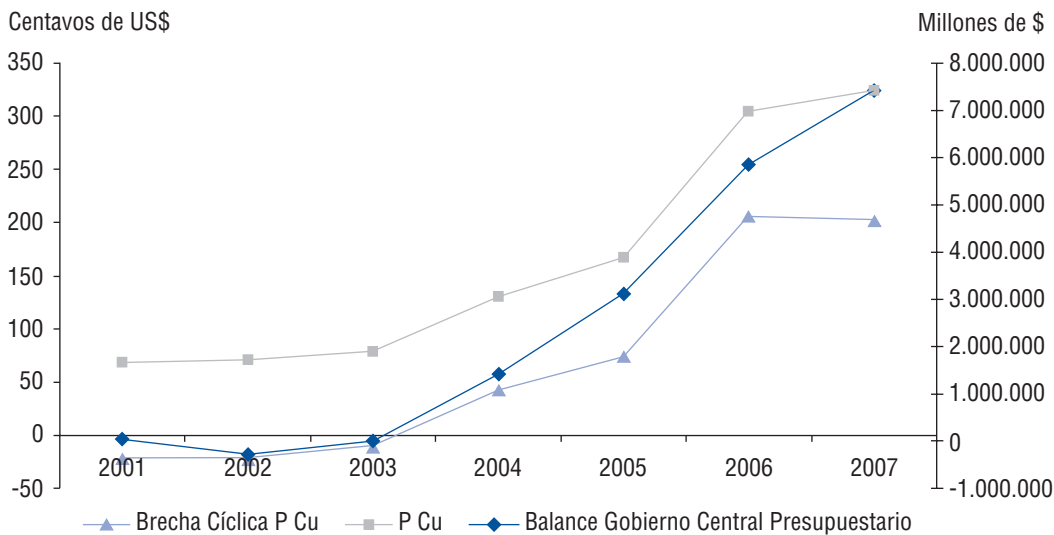
Fuente: Dirección de Presupuestos.



Esta reciente acumulación de activos financieros del Tesoro Público en Chile es un fenómeno íntimamente ligado a la aplicación de la política de balance estructural, en un período de precios del cobre extraordinariamente altos. En el período 2001-2007 se aprecia una correlación de 0,992 entre el balance devengado del Gobierno Central Presupuestario y el precio del cobre, y de 0,984 entre dicho balance y la brecha cíclica de precio del cobre<sup>5</sup>, relación que también se observa en el Gráfico 2.

La explicación de esta alta correlación es que la política de balance estructural ha implicado ahorrar aquellos ingresos fiscales por sobre los asociados a los parámetros estructurales de la economía, entre los cuales uno de los más relevantes es el precio del cobre. Justamente, cuando a partir de 2004 se comenzó a verificar una brecha positiva de precio del cobre (es decir, un precio efectivo mayor al de referencia de largo plazo), comenzó la fuerte acumulación de activos que vemos hoy.

**Gráfico 2**  
**Balance Devengado del Gobierno Central Presupuestario,**  
**Precio del Cobre y Brecha de Precio del Cobre 2001-2007**  
 (Millones de \$ y centavos de US\$)



Fuente: Construido sobre la base de información de la Dirección de Presupuestos y COCHILCO.

<sup>5</sup> Brecha dada por la diferencia entre el precio promedio anual de la libra de cobre en la Bolsa de Metales de Londres y el precio de referencia del mismo estimado cada año por el Comité de Expertos convocado para estos fines por el Ministerio de Hacienda. Las actas anuales de este comité pueden consultarse en [www.dipres.cl](http://www.dipres.cl).

Para efectos de comprender mejor la reciente acumulación de activos es pertinente analizar su evolución 1989-2008, considerando tres períodos. El primero (1989-2000) es aquel previo a la implementación de la política fiscal de balance estructural. El segundo (2001-2003) corresponde a aquel en que se implementó la política de balance estructural en un ciclo económico negativo (lo que se refleja en los balances devengados y ajustes cíclicos negativos que muestra el Cuadro 1). Y el tercero (2004-2008), aquel en que se ha aplicado la política de balance estructural en un ciclo económico positivo (lo que se refleja en los balances devengados y ajustes cíclicos positivos que muestra el Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**Balance Devengado y Estructural del Gobierno Central Consolidado 2001-2007**  
(Porcentaje del PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balance Devengado	-0,5	-1,2	-0,4	2,1	4,6	7,7	8,8
Ajuste Cíclico	-1,5	-1,8	-1,2	1,1	3,6	6,7	7,8
Por Brecha de PIB	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
Por Brecha de Precio del Cobre *	-1,0	-1,0	-0,4	1,6	3,8	6,9	8,0
Balance Estructural	1,0	0,6	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0

\* A partir de 2005 se realiza un ajuste cíclico separado por brecha de precio del molibdeno a los ingresos provenientes de CODELCO. Para efectos de comparabilidad de la serie, este efecto se presenta junto con el de la brecha de precio del cobre.  
Fuente: Dirección de Presupuestos.

### a) Período 1989-2000

El período comprendido entre los años 1989 y 2000 se caracteriza principalmente por una primera fase de auge económico y una segunda con una serie de crisis económicas a nivel global (la crisis asiática en 1997, la crisis rusa en 1998, y la devaluación del real brasileño a inicios de 1999).

En todo este lapso aún no se aplicaba la política fiscal de balance estructural, aunque sí se utilizó un mecanismo de ahorro: el Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre (FCC), creado en virtud del Convenio de Préstamo BIRF N° 2625 CH, firmado en octubre de 1985, cuyos recursos se ahorraban en el Banco Central de Chile. Esto explica que aún sin política de balance estructural, se haya logrado una acumulación de activos, como se observa en el Gráfico 1, que alcanzó un máximo de US\$5.072,0 millones en 1997. Desde 1998 se evidenció una importante reducción de activos financieros como consecuencia de las severas crisis económicas internacionales señaladas, situación sólo revertida en 2004.

Paralelamente, en este período se produce una importante reducción de la deuda del Gobierno Central, pasando de US\$11.948,4 millones en 1989 a US\$9.804,8 millones en 2000. Esta reducción es aún más significativa medida en términos del PIB, pasando de 46,7% en 1989 a 13,8% en 2000. Parte importante de esta reducción se debió a los prepagos de deuda externa realizados en 1995 por US\$1.246 millones, en 1996 por US\$573 millones y en 1997 por US\$304 millones.

Esto ratifica que en este período existió cierta capacidad de acumulación de activos, parte de la cual se destinó a la reducción de deuda.

### **b) Período 2001-2003**

El período 2001-2003 marca el comienzo de la aplicación de la política fiscal de balance estructural en condiciones de precios del cobre estables, pero inferiores a su nivel de referencia de largo plazo. Por esta razón, en esta etapa los activos financieros del Tesoro disminuyeron desde US\$2.135,8 millones en 2000, hasta US\$359,2 millones en diciembre de 2003 (como se observa en el Gráfico 1).

Para financiar los déficit fiscales efectivos de este período se acentuó la emisión de bonos soberanos en el mercado externo<sup>6</sup>, lo que también fue aprovechado para que la comunidad financiera internacional tuviera alguna referencia sobre el riesgo país a través de dichos bonos. Además, en el último trimestre de 2003 el Fisco comenzó a emitir bonos reajustables a 20 años en el mercado local, con el doble propósito de financiar el déficit fiscal y apoyar el desarrollo del mercado financiero doméstico (el monto de colocación en 2003 ascendió a US\$363 millones). Junto a lo anterior, durante 2002 se prepagaron créditos de organismos multilaterales por un total de US\$208 millones. De esta manera, en este período la deuda del Gobierno Central pasó de US\$9.804,8 millones en diciembre de 2000 a US\$11.091,2 millones en diciembre de 2003, lo que en términos de porcentaje del PIB implicó bajar de 13,8% en 2000 a 13,0% en 2003.

Por tanto, éste fue claramente un período de desacumulación de activos y aumento de pasivos, pero de manera consistente con el marco dado por la política de balance estructural.

---

<sup>6</sup> El 2001 se emitió un bono soberano por US\$650 millones, en 2002 se emitió un bono por US\$700 millones y otro por EUR\$ 300 millones, y en 2003 se emitió un bono por US\$1.000 millones.

### c) Período 2004-2008

El período 2004-2008 se caracteriza por la aplicación de la política de balance estructural bajo un escenario económico favorable, con precios del cobre sostenidamente mayores que los precios de referencia de largo plazo definidos cada año, a pesar de que éstos también han sido reiteradamente ajustados al alza.<sup>7</sup> Como se señaló, esta ha sido la combinación de decisiones de política y factores externos que ha permitido la histórica acumulación de activos financieros, que pasó de US\$359,2 millones en el Tesoro Público en 2003 a US\$7.365,2 millones en el Tesoro, más US\$18.766,3 millones en Fondos Especiales en marzo de 2008 (como se muestra en el Gráfico 1), y que se espera siga aumentando hacia fines de año.

Ante esta situación sin precedentes, la autoridad decidió legislar para una mejor administración de los recursos acumulados. Fue así como en septiembre de 2006 se promulgó la Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal”. Esta ley, que se analiza en detalle en la Sección 3 de este documento, estableció, entre otras cosas, la exigencia de ahorrar activos en los dos Fondos creados por la misma.

El primero de éstos es el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), destinado a complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal en pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez. Este fondo se constituyó el 28 de diciembre de 2006 mediante un aporte inicial de US\$604,5 millones equivalentes a 0,5% del PIB de 2005.

El segundo, llamado Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), tiene por objeto acumular los flujos superavitarios generados por la aplicación de la política de balance estructural y ser fuente de financiamiento en períodos de déficit fiscal. El FEES se constituyó el 6 de marzo de 2007, mediante un aporte inicial de US\$2.580,0 millones, de los cuales US\$2.563,7 millones correspondían al saldo del antiguo FCC, que se refundió en el FEES.

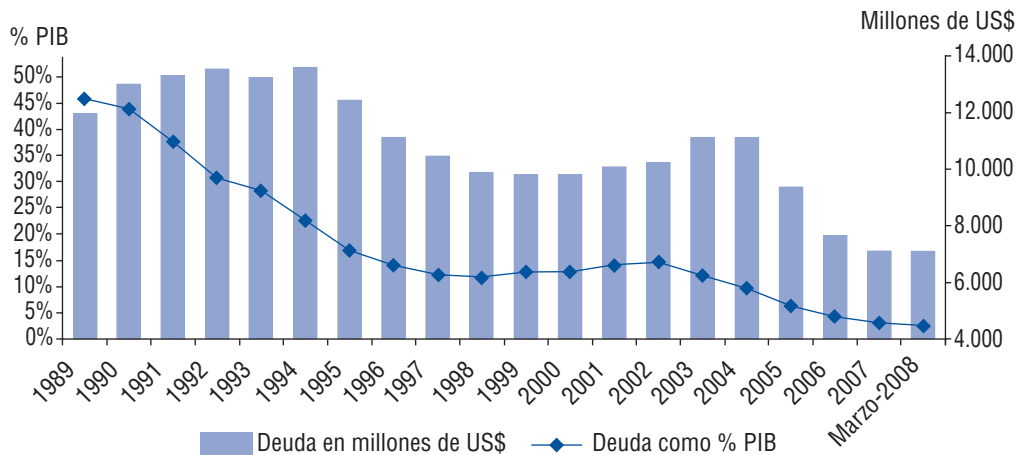
A partir de la creación de estos Fondos, los activos del Fisco se presentan divididos en sus tres componentes: el FRP, el FEES y otros activos del Tesoro Público.

<sup>7</sup> El precio de referencia de largo plazo del cobre en el período 2004-2008, expresado en centavos de dólar por libra, ha evolucionado de la siguiente manera: 88; 93; 99; 121; 137.

La ley “sobre Responsabilidad Fiscal” también le permitió al Fisco capitalizar al Banco Central de Chile durante los primeros cinco años de vigencia de la misma. Ello, por un monto máximo anual equivalente al saldo resultante de restar el aporte al FRP del superávit efectivo del año anterior, siempre que dicho saldo sea positivo y con un tope máximo equivalente a 0,5% del PIB del año precedente. Hasta la fecha la autoridad ha ejercido en dos ocasiones esta facultad, aportando capital al Banco Central de Chile por US\$605,9 millones en 2006 y por US\$736,0 millones en 2007.<sup>8</sup>

En el mismo período, además de acumular activos financieros en el Tesoro Público y capitalizar al Banco Central de Chile, el Fisco ha efectuado prepagos de deuda pública, entre los cuales se destacan las operaciones de prepagos de deuda con el Banco Central de Chile. Así, entre 2004 y diciembre de 2007 el Fisco redujo su deuda con el Banco Central de Chile en US\$5.004,1 millones y con entidades multilaterales en US\$766,9 millones. También recompró US\$401,4 millones de sus bonos soberanos. Esto llevó la deuda pública a sólo US\$7.084,6 millones, lo que al primer trimestre de 2008 representa apenas un 3,5% del PIB estimado para el año, un nivel históricamente bajo, como se observa en el Gráfico 3.

**Gráfico 3**  
**Stock de Deuda Bruta del Gobierno Central 1989-Marzo 2008**  
(Millones de US\$ y porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

<sup>8</sup> El Fisco, con fecha 27 de diciembre de 2006, realizó un aporte de capital al Banco Central de Chile por la suma de \$322.745,7 millones, el cual se materializó en su equivalente en dólares (US\$605,9 millones), de conformidad con lo señalado en el Decreto del Ministerio de Hacienda N°1.272 de fecha 29 de noviembre de 2006. El Fisco, con fecha 22 de junio de 2007, realizó un aporte de capital al Banco Central de Chile por la suma de \$386.688,5 millones, el cual se materializó en su equivalente en dólares (US\$736,0 millones), de conformidad con lo señalado en el Decreto del Ministerio de Hacienda N°698 de fecha 28 de mayo de 2007.

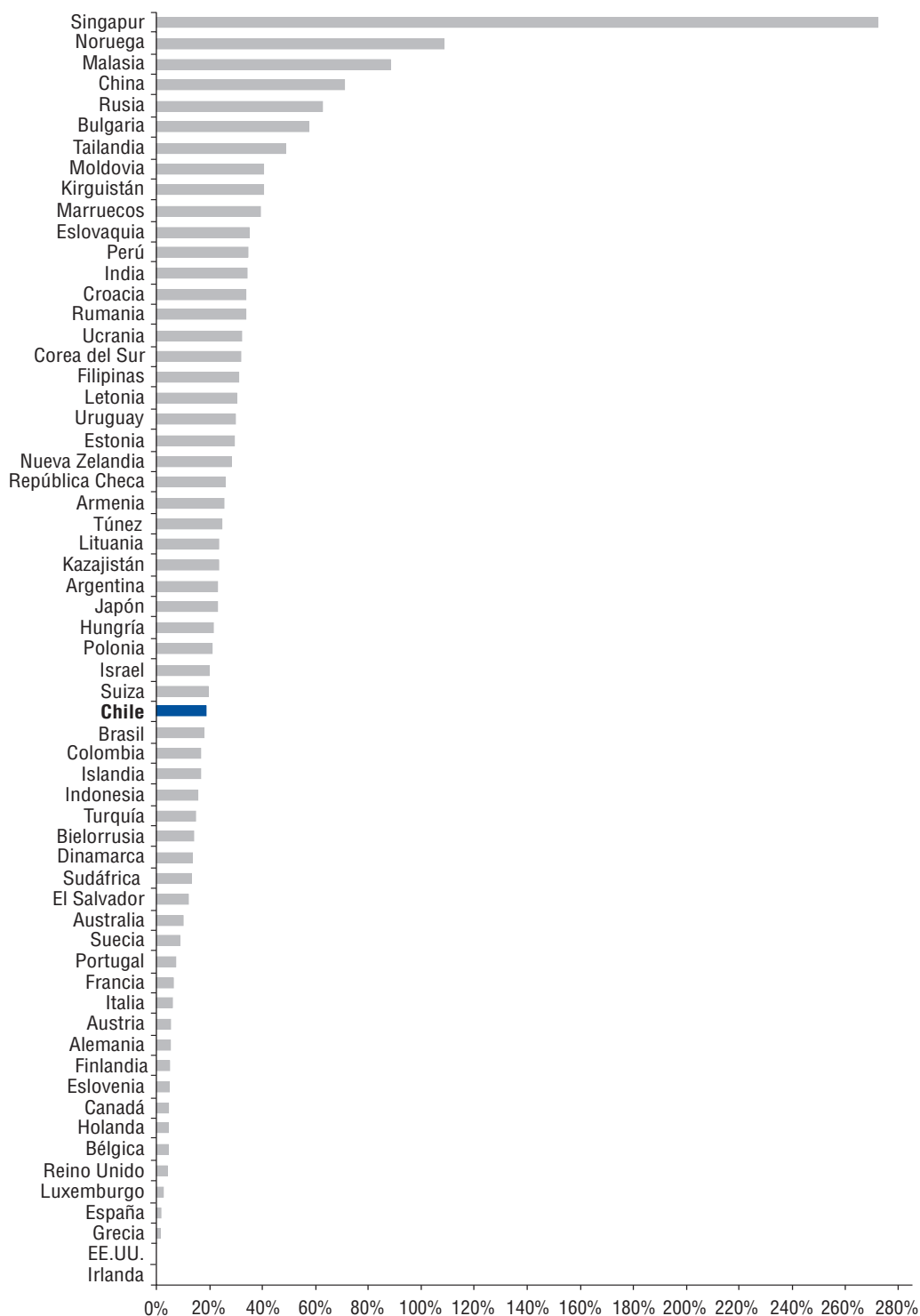
En resumen, el período 2004-2008 se caracteriza por la aplicación de la política de balance estructural en tiempos de históricamente altos precios del cobre, lo que ha resultado en una acumulación de activos del Tesoro también histórica. Más aún si se considera que parte de ellos, US\$6.172,4 millones, ya ha sido utilizada para el prepago de deuda y que US\$1.341,9 millones se destinaron a la capitalización del Banco Central de Chile. Esto implica que de no haberse realizado prepagos de deuda ni capitalización del Banco Central la acumulación de activos en este período habría alcanzado a US\$33.645,8 millones.

Habiendo concluido que la actual acumulación de activos del Fisco chileno es la más alta desde que existen estadísticas comparables, cabe advertir que su caso - aunque muy relevante- no es el único ni tampoco el más cuantioso en el contexto internacional, como se observa en el Gráfico 4. De 61 países considerados en la muestra, la acumulación de Chile de Reservas Internacionales y Otros Activos en Moneda Extranjera como porcentaje del PIB aparece en el lugar número 34, nivel similar a Brasil y Suiza, y muy lejos aún de países como Singapur, Noruega, Malasia y China.<sup>9</sup> Conclusiones similares se obtienen si se miden los activos del Tesoro como porcentaje del gasto público.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Los datos considerados sobre reservas internacionales y otros activos en moneda extranjera son a febrero de 2008.

<sup>10</sup> Por ejemplo, mientras los activos del Tesoro Público a marzo de 2008 representaban en Chile un 67,4% del presupuesto aprobado para 2008, en Singapur y Noruega representaban un 1.944,3% y un 338,8%, respectivamente, según datos de gasto público del Banco Mundial para 2006.

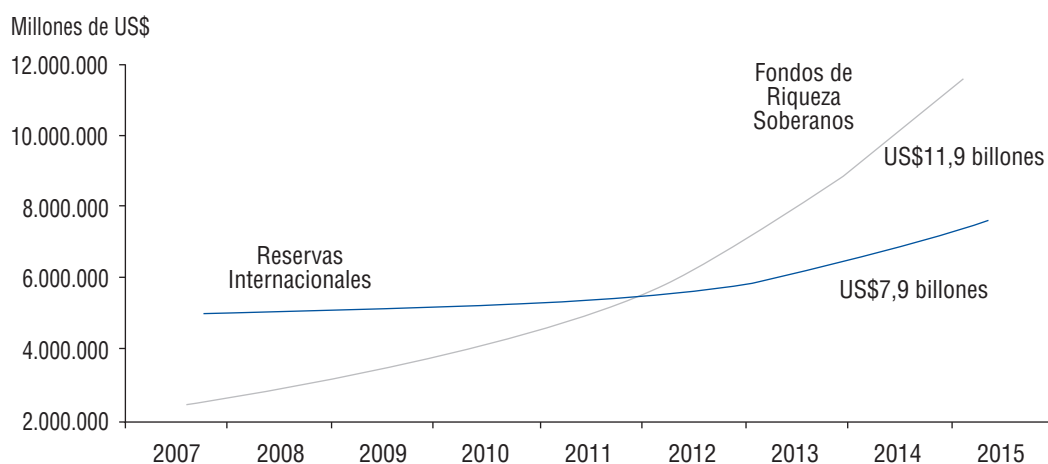
**Gráfico 4**  
**Reservas Internacionales y Otros Activos en Moneda Extranjera,**  
**Países Seleccionados**  
 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaborado en función de datos sobre PIB y Reservas Internacionales y Otros Activos del Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Databases (WEO), y datos de Time Series Data on International Reserves and Foreign Currency Liquidity a febrero de 2008. Se incluyen, además de las Reservas Internacionales y Otros Activos, el valor de los fondos individualizados en el Anexo del presente documento. Para el caso de China, el valor de sus Reservas Internacionales a marzo 2008 se obtuvo de China's National Bureau Statistics. Para el caso de Chile, se considera el PIB estimado para el año 2008.

Es así como los Fondos de Riqueza Soberanos (FRS), que corresponden a inversiones de propiedad de los gobiernos en que éstos mantienen activos por un período prolongado y son administrados separadamente de las reservas internacionales, han ido cobrando creciente importancia en el contexto internacional.<sup>11</sup> Tal como se observa en el Gráfico 5, proyecciones de Morgan Stanley Research indican que estos fondos podrían crecer desde US\$2,5 billones en 2007 a US\$11,9 billones en 2015, incluso excediendo las reservas internacionales en 2011.<sup>12</sup>

**Gráfico 5**  
**Crecimiento Proyectado de los Fondos de Riqueza Soberanos y de las Reservas Internacionales Globales 2007-2015**  
(Millones de US\$)



Fuente: Morgan Stanley Research.

Estos FRS son heterogéneos en sus propósitos, en las fuentes que los nutren y en sus reglas de acumulación y gasto. Según sus objetivos principales, acorde al Fondo Monetario Internacional (2008), se pueden distinguir cinco tipos de fondos, no excluyentes:

**i. Fondos de estabilización**, orientados a reducir el impacto de la volatilidad de los ingresos de un gobierno y de la economía en función de los precios de algún commodity (como por ejemplo el petróleo o el cobre).

<sup>11</sup> En el Anexo se presenta un resumen comparativo con los principales FRS del mundo, incluidos los de Chile, indicando nombre de cada fondo, país, montos de activos, fuentes de financiamiento, tipo de propiedad y administración, y estrategia de inversión y asignación de activos.

<sup>12</sup> Proyecciones del Fondo Monetario Internacional (2008) son aún más auspiciosas, indicando que los FRS acumularán activos por entre US\$800.000 millones y US\$900.000 millones anuales, lo cual los llevaría a acumular US\$12 billones en 2012.



**ii. Fondos de ahorro para futuras generaciones**, cuyo objetivo es convertir los activos no renovables de un país en un portafolio más diversificado y mitigar así los efectos del fenómeno económico conocido como la “enfermedad holandesa” (a través del cual la abundancia de recursos naturales tiende a apreciar la moneda local, disminuyendo la competitividad de las manufacturas y desviando recursos desde el sector industrial hacia el de recursos naturales).<sup>13</sup>

**iii. Fondos de inversión de reservas**, que apuntan a incrementar el retorno de las reservas internacionales.

**iv. Fondos de desarrollo**, creados para apoyar la implementación de políticas socioeconómicas o de promoción industrial que puedan aumentar el crecimiento potencial del país.

**v. Fondos para cubrir pasivos**, con el objetivo de cubrir pasivos del Fisco, tales como garantías de pensiones o de concesiones de infraestructura, entre otros.

Las fuentes de financiamiento de estos fondos también son diversas y muchas veces combinadas, destacándose los "Recursos destinados", que pueden ser generales (definidos como un porcentaje de los ingresos totales del gobierno o de su superávit) o específicos (como un impuesto en particular o contribución de seguridad social). También sobresalen las "Ventas de activos financieros y no financieros", tales como ingresos de privatizaciones y de exportaciones de materias primas no renovables. Otras fuentes de financiamiento utilizadas corresponden a Ventas de bienes y/o servicios, Préstamos, Donaciones y Transferencias desde el Presupuesto.

Aplicando estas clasificaciones a los FRS chilenos se verifica que el FEES tiene una estructura consistente para actuar como fondo de estabilización del gasto público, mientras que la estructura del FRP es coherente para hacer frente a pasivos contraídos por el Fisco, en este caso de carácter previsional. En cuanto a sus fuentes de financiamiento, tanto el FEES como el FRP obtienen su capital de recursos destinados, principalmente de los superávit fiscales de años anteriores, a los que además suman la rentabilidad generada por dicho capital.

---

<sup>13</sup> Para mayores detalles sobre el fenómeno económico conocido como la “enfermedad holandesa”, ver Hirschman (1958) y Matsuyama (1992).

# 3

---

## Marco Legal que Rige la Administración de los Activos Financieros del Tesoro Público

Para efectos de las materias que aborda el presente estudio, el marco legal para la inversión de los excedentes fiscales se remonta al artículo 3º del Decreto Ley N°1.056 de 1975<sup>14</sup>, que estableció, en su inciso segundo, la facultad para que los servicios, instituciones y empresas del sector público hagan depósitos o adquieran instrumentos en el mercado de capitales, previa autorización del Ministro de Hacienda.

Esta autorización fue complementada mediante el Decreto Ley N°3.477 de 1980<sup>15</sup>, señalando que la autorización del Ministro de Hacienda para hacer depósitos o adquirir instrumentos en el mercado de capitales, sólo podrá ser otorgada respecto de los recursos provenientes de la venta de activos o de excedentes estacionales de caja. También fue complementada por el artículo 32 de la Ley N°18.267<sup>16</sup>, de 1983, que, para mayor claridad, interpretó las normas anteriores en el sentido ya descrito. De esta manera, y a partir de este marco legal, el Ministro de Hacienda ha autorizado mediante oficio la participación en el mercado de capitales a las instituciones y servicios que lo han solicitado, así como a las empresas del sector público, señalando en cada caso el alcance y exigencias administrativas asociadas a la autorización otorgada.

Respecto del Tesoro Público, la primera autorización fue otorgada por el Ministro de Hacienda el año 2002 a la Tesorería General de la República, para que invirtiera los excedentes estacionales de caja en el mercado de capitales. Previo a dicha autorización hubo instrucciones esporádicas del Ministro de Hacienda al Tesorero General de la República, para adquirir instrumentos de deuda del Banco Central de Chile con parte de los excedentes de la Cuenta Única Fiscal (CUF).

---

<sup>14</sup> Decreto Ley que determina normas complementarias relativas a la reducción del gasto público y al mejor ordenamiento y control de personal.

<sup>15</sup> Decreto Ley que establece normas de carácter presupuestario, de administración financiera y de personal.

<sup>16</sup> Ley que establece normas complementarias de administración financiera, personal y de incidencia presupuestaria.

De esta manera, y aún en años de déficit fiscales, se empezaron a invertir en el mercado de capitales los excedentes estacionales de caja, lo que permitió generar ingresos adicionales al Fisco en dichos años.

Cabe señalar que previo a la norma descrita, los excedentes en moneda extranjera eran generalmente depositados en el Banco Central de Chile, ya sea como depósitos a plazo o como parte del FCC. No obstante lo anterior, se mantenían excedentes en moneda extranjera como saldos en cuenta corriente sin invertir.

Un hito de alta relevancia en materia de administración de activos financieros fue la entrada en vigencia de la Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal”, de 2006, que actualizó las normas antes citadas en los siguientes términos:

- i. Creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), estableciendo las normas de aportes al mismo, de su uso y de la administración financiera de sus recursos. Asimismo, estableció que el Ministerio de Hacienda debe encargar un estudio actuarial que permita evaluar la sustentabilidad del Fondo cada tres años y cada vez que proponga una modificación a las obligaciones fiscales que el Fondo financia.
- ii. Facultó la creación del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), mediante uno o más Decretos con Fuerza de Ley, delegando en el Presidente de la República las normas de aportes, de administración, inversión, destino de los recursos que acumule y las demás normas necesarias para su funcionamiento, supervisión y control.
- iii. Actualizó normas de carácter general para la inversión de los recursos fiscales, señalando que:
  - Las inversiones podrán ser realizadas directamente por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o por administradores externos.
  - La inversión se realizará en los instrumentos, operaciones y contratos que establezca el Ministro de Hacienda mediante instrucciones.
  - Se deberán contratar anualmente auditorías independientes cuando los fondos sean administrados por terceros distintos del Banco Central de Chile.
  - El Ministro de Hacienda podrá delegar en el Director de Presupuestos las facultades de supervisión y seguimiento de las inversiones, entre otras.

Otro hito normativo importante, derivado de la Ley N°20.128 antes descrita, fue la dictación del decreto supremo N°1.383 de 2006, del Ministerio de Hacienda, mediante el cual se designó al Banco Central de Chile como Agente Fiscal para la administración de ciertos recursos fiscales, entre los que se incluyen todo o parte del FEES y del FRP.

Adicionalmente a dicha designación, se delegó en el Ministro de Hacienda y en el Tesorero General de la República la representación del Fisco para la administración de los recursos fiscales. Se especificó además, que el Ministro de Hacienda, o quien éste designe, instruirá al Tesorero General de la República, o a quien éste designe, para que “otorgue, ejecute o suscriba los actos, contratos y operaciones que disponga al efecto y que realice los pagos o provisiones de gastos que procedan”.

Por otra parte, la misma ley “sobre Responsabilidad Fiscal” estableció que el Ministro de Hacienda debe contar con un Comité Financiero que lo asesore para efectos de decidir las políticas de inversiones del FEES y del FRP. En cumplimiento de ello, mediante el Decreto N°621 del Ministerio de Hacienda de 2007, se constituyó el mencionado comité.<sup>17</sup>

Finalmente, la Ley N°20.255 de Reforma Previsional, de 2008, introdujo modificaciones a la Ley “sobre Responsabilidad Fiscal”, adecuando las normas relacionadas al FRP de manera de hacerlas consistentes con el nuevo sistema previsional. Así, se modificaron las obligaciones fiscales que el FRP debe financiar (la Pensión Básica Solidaria y el Aporte Provisional Solidario, además de la Garantía Estatal de Pensiones Mínimas), la regla para realizar giros anuales desde el FRP entre julio de 2008 y 2016 (por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el Fondo), y la regla de cálculo de los giros anuales que se pueden realizar a partir de este último año (como máximo un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales y el gasto equivalente en 2008).

<sup>17</sup> Para mayor información sobre la labor del Comité Asesor Financiero ver Ministerio de Hacienda (2008).



# 4

---

## Principios Orientadores de la Política de Activos Financieros del Tesoro Público 2004-2008

Las autorizaciones e instrucciones impartidas por el Ministro de Hacienda en materia de manejo de activos financieros del Tesoro han evolucionado en línea con los cambios de regulación y el desarrollo del mercado de capitales y se han incorporado nuevos desafíos conforme se ha incrementado la acumulación neta de dichos activos, tanto en el mercado local como en el extranjero.

Desde un comienzo dichas instrucciones siempre priorizaron la preservación del capital por sobre la ganancia en intereses. Es así, por ejemplo, como antes de 2002 las únicas inversiones realizadas en moneda extranjera consistieron en la inversión del FCC realizada en el Banco Central de Chile y en depósitos a plazo en dólares tomados con el mismo Banco, mientras que en moneda nacional sólo a fines de 2001 se empezó a invertir parte de los excedentes fiscales en pagarés reajustables del Banco Central de Chile con pago en cupones (PRC).

En lo que respecta al período 2004-2008, la significativa mayor acumulación de activos ha hecho surgir la necesidad de principios orientadores en una mayor amplitud de materias, ya no sólo relacionadas a la mera preservación del capital, sino además referidas a buscar un adecuado equilibrio entre rentabilidad y exposición al riesgo, transparencia y rendición de cuentas y evitar exacerbar tanto la apreciación del peso como distorsionar los precios en el mercado financiero local.

Si bien no todos estos lineamientos han sido necesariamente explícitos, en la práctica se han implementado como se describe a continuación:

## a) Decisión de retorno y riesgo

El desarrollo de carteras que busquen maximizar la rentabilidad para un riesgo dado, o minimizar el riesgo para una rentabilidad dada, se basa en la teoría moderna de portafolios, desarrollada en 1952 por Harry Markowitz.<sup>18</sup> Dicha teoría se sustenta en las interrelaciones que existen entre los diferentes instrumentos que forman una cartera de inversión y que permiten mejorar, por la vía de la diversificación, el retorno absoluto dado un nivel de riesgo determinado, o bien disminuir el nivel de riesgo para un nivel de rentabilidad objetivo.

De este principio, ampliamente utilizado en la industria financiera a nivel global, surge la conveniencia de diseñar y/o analizar una cartera de inversiones de acuerdo a “clases de activos”, que representan un conjunto de instrumentos que exhiben características similares, se comportan de manera parecida en el mercado y están sujetos a regulaciones semejantes.

A este respecto, la experiencia internacional muestra que los Fondos de Riqueza Soberanos tienen diferentes carteras de inversiones en función de sus diversos objetivos, como se detalla en el Anexo. Es así como algunos Fondos invierten sólo en activos financieros listados públicamente (bonos y/o acciones), como ocurre en Rusia con el Oil Stabilization Fund; mientras otros incluyen inversiones en activos reales y alternativos, como sucede en Alaska con el Permanent Reserve Fund. Otros Fondos invierten en índices de mercado, de tal forma de asegurar cierta diversificación, a veces incluyendo restricciones, como topes máximos porcentuales por empresa listada, al estilo de lo que ocurre en Noruega con el Government Pension Fund; mientras que otros incluso participan en compañías específicas si ven inversiones rentables, como hace el Temasek Holding de Singapur.

En el caso chileno, la teoría moderna de portafolios ha estado presente en la administración de las inversiones del Tesoro Público, aunque sus políticas de inversión se han ido explicitando sólo en años recientes. De esta manera, los recursos del Tesoro Público invertidos en el mercado de capitales han sido considerados, desde un comienzo, como una cartera de instrumentos de renta fija de corto plazo, asimilables a lo que se conoce como “inversiones en mercado monetario”, debido a su alta liquidez y corta duración. Sin embargo, las distintas autorizaciones del Ministro de Hacienda han buscado formar un portafolio de inversión que, aunque en promedio mantuviera los principios de alta liquidez y corta duración, pudiese beneficiarse de algunas inversiones de mayor plazo o de distinta naturaleza.

---

<sup>18</sup> Para mayores detalles ver Markowitz (1952).

Es así como las primeras autorizaciones para invertir los recursos del Tesoro Público, en noviembre de 2002, señalaban que se podía invertir sólo en instrumentos en UF emitidos por el Banco Central de Chile, adquiridos a través del Banco Estado. Posteriormente, a partir de abril de 2003, se permitió la adquisición de Depósitos a Plazo Reajustables de primera emisión, los que posibilitaban cubrir parte importante de los pasivos en UF y en la práctica implicaban tomar instrumentos con riesgo inflación de corto plazo, sujetos a un tope máximo absoluto y un tope relativo entre las distintas instituciones financieras.

En 2003 se amplió el abanico de inversiones que se podían adquirir a través del Banco Estado, incluyendo algunas del mercado internacional, como certificados de depósito u otros instrumentos emitidos por bancos y títulos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos o por agencias federales. En 2005 se realizó el último cambio en los instrumentos permitidos: se facultó la compra de bonos en el mercado internacional, especificándose algunos límites mínimos de calidad crediticia para todos los instrumentos adquiridos.

Al crearse el FEES y el FRP, la administración de sus inversiones fue delegada al Banco Central de Chile, impartíendosele instrucciones específicas respecto de reglas de asignación de inversiones por clases de activos (bonos del Tesoro, agencias, depósitos bancarios) y cumplimiento de ciertos límites, absolutos y relativos, para la adecuada diversificación de instrumentos individuales dentro de cada clase de activo.

La composición de la cartera de inversión de cada Fondo fue diseñada tomando, entre otras consideraciones, un ejercicio de composición óptima de monedas para el portafolio de inversiones, sujeto a las restricciones de las clases de activos que al momento de diseñar la política eran consideradas aceptables por parte de la autoridad, y a las clases de activos manejados por el Banco Central de Chile.

Consistentemente, el portafolio de inversión de referencia (benchmark) para el FEES y el FRP para el período 2007-2008 se ha compuesto en términos simples, como muestra el Cuadro 2, de 50% de inversiones en instrumentos en dólares, 40% en euros y 10% en yenes. Este portafolio contempla 66,5% de inversiones en bonos de gobiernos, 30% en el mercado monetario y el resto en inversiones indexadas a la inflación de EE.UU.<sup>19</sup> El benchmark considera como máximo una desviación de 5% en la composición por monedas, pero en la práctica ésta ha sido menor al 0,5%.

<sup>19</sup> Tal como se explicita en Ministerio de Hacienda (2008), el Ministro de Hacienda aceptó una recomendación emanada por el Comité Asesor Financiero en el sentido de modificar la composición de la cartera de inversión, incorporando nuevas clases de activos, como bonos corporativos e instrumentos de renta variable, lo que será implementado a fines de 2008. Estos nuevos activos serían administrados por terceros bajo la modalidad de administradores delegados del Agente Fiscal, manteniéndose la administración de las inversiones en renta fija a cargo del Banco Central de Chile. El Ministerio de Hacienda ha contratado a una empresa asesora internacional para seleccionar a los administradores delegados.



**Cuadro 2**  
**Composición del Portafolio de Referencia (Benchmark), período 2007-2008**

	Dólar	Euro	Yen	Total
<b>TOTAL Mercado Monetario *</b>	<b>15,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>30,0%</b>
Libid 6 meses	7,5%	6,0%	1,5%	15,0%
Letras del Tesoro 6 meses	7,5%	6,0%	1,5%	15,0%
<b>Bonos Nominales</b>	<b>31,5%</b>	<b>28,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>66,5%</b>
Índice J.P. Morgan 1-3 años	14,175%	12,600%	3,150%	29,925%
Índice J.P. Morgan 3-5 años	9,450%	8,400%	2,100%	19,950%
Índice J.P. Morgan 5-7 años	3,9375%	3,500%	0,875%	8,3125%
Índice J.P. Morgan 7-10 años	3,9375%	3,500%	0,875%	8,3125%
<b>Bonos Indizados</b>	<b>3,5%</b>			<b>3,5%</b>
Barclays US TIPS	3,5%			
<b>TOTAL</b>	<b>50%</b>	<b>40%</b>	<b>10%</b>	<b>100%</b>

(\*) Tasas del mercado monetario con desfase de 3 meses.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

En cuanto a la rentabilidad obtenida por los activos del Tesoro Público, al 31 de marzo de 2008 la suma del FEES más el FRP tenía un valor de mercado de US\$18.766,28 millones, incluyendo un total de aportes por US\$16.540,89 millones. Esto implica que ambos fondos han aumentado su valor en US\$2.225,39 millones desde su constitución. Así, el valor de su índice en dólares para el período comprendido entre el 30 de marzo de 2007 y el 31 de marzo de 2008 ha alcanzado un crecimiento de 16,61%, muy cercano al benchmark preestablecido, como se detalla en el Cuadro 3.<sup>20</sup>

**Cuadro 3**  
**Resultados del FEES y el FRP al 31 de marzo de 2008**  
(US\$ millones)

	Total Aportes (desde su constitución)	Valor Total al 31 de marzo de 2008	Aumento de Valor (desde su constitución)	Valor Índice en dólares *	Benchmark *
<b>FEES</b>	15.200,00	17.191,98	1.991,98	16,62%	17,01%
<b>FRP</b>	1.340,89	1.574,30	233,41	16,39%	17,01%
<b>TOTAL</b>	16.540,89	18.766,28	2.225,39	16,61%	17,01%

\* Los valores del índice en US\$ y del benchmark corresponden al período comprendido entre el 30 de marzo de 2007 y el 31 de marzo de 2008, considerando tasas lineales anualizadas en base 365 días.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

<sup>20</sup> Para el resto de los activos del Tesoro Público, su rentabilidad anual 2007 medida en dólares se estima en 9,17%.

## **b) Transparencia y rendición de cuentas**

En el período 2004-2008, y de manera creciente a medida que la acumulación de activos del Tesoro ha ido en aumento, se ha desarrollado una mayor demanda pública por información acerca de estos activos. En este sentido, le ha correspondido al Ministerio de Hacienda la tarea de aumentar la transparencia y perfeccionar la información que se entrega tanto al Congreso Nacional como al público en general, respecto de la situación de los activos del Tesoro, incluyendo al FEES y al FRP. Esto, en el marco de una mayor rendición de cuentas de todas las operaciones del Gobierno Central que incluye, entre otras materias, estadísticas trimestrales sobre ejecución presupuestaria y sobre deuda bruta y neta.

Mediante la Ley “sobre Responsabilidad Fiscal” se estableció la exigencia de emitir informes trimestrales sobre el estado del FEES y del FRP. Más aún, el Decreto con Fuerza de Ley N°1 de 2006, del Ministerio de Hacienda, estableció la exigencia de divulgar un reporte trimestral y un informe mensual ejecutivo sobre el estado del FEES, exigencias que se replicaron para el FRP mediante el Decreto N°1.382 de 2006, del Ministerio de Hacienda.

En cumplimiento de estas disposiciones, la Dirección de Presupuestos ha emitido informes trimestrales de los fondos antes señalados, indicando en ellos la composición de la cartera, los movimientos durante el trimestre, la rentabilidad absoluta y relativa a su comparador referencial o benchmark, y otros antecedentes útiles para entender la situación de los fondos al cierre de cada trimestre. Asimismo, la Dirección de Presupuestos ha emitido mensualmente reportes ejecutivos que muestran la composición de la cartera y la valorización de cada fondo al último día hábil de cada mes.

Por su parte, respecto del resto de los activos del Tesoro Público, desde 2007 las Leyes de Presupuestos de cada año han contenido la exigencia de divulgar trimestralmente un informe de los activos financieros respectivos, que incluye la composición por moneda, tipo de instrumentos y duración de la cartera.<sup>21</sup>

A los esfuerzos antes señalados, se suma la exigencia señalada en el Decreto N°621 de 2007, del Ministerio de Hacienda, que establece que el Comité Asesor Financiero debe elaborar un reporte anual donde informe respecto de su labor y actividades realizadas<sup>22</sup>. Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda a implementado una página web que contiene toda la información relevante respecto del FEES y el FRP ([www.hacienda.cl/fondos](http://www.hacienda.cl/fondos)).

<sup>21</sup> Los reportes referidos al FEES, al FRP y al resto de los activos del Tesoro Público se encuentran disponibles en la página web de la Dirección de Presupuestos: [www.dipres.cl](http://www.dipres.cl)

<sup>22</sup> El primer reporte corresponde a Ministerio de Hacienda (2008).

Para dimensionar estos esfuerzos de rendición de cuentas es conveniente contrastarlos con los realizados internacionalmente, en particular con aquellos países que tienen Fondos de Riqueza Soberanos. Así, se constata que en general:<sup>23</sup>

- Hay poca información disponible sobre los fondos soberanos a nivel internacional.
- No existe uniformidad en la entrega de la información sobre la composición de los activos, las estrategias de inversión, o la gobernabilidad de los fondos.
- En un gran número de casos no se hacen públicos los acuerdos institucionales, tales como las reglas de acumulación o de gasto, la administración de la inversión ni los canales a través de los cuales se reportan.
- En varios casos tampoco son claros los criterios contables utilizados.

Un estudio sistemático sobre la transparencia e información entregada por los gobiernos acerca de sus fondos de activos ha sido elaborado por Truman (2008), cuyos resultados se indican en el Cuadro 4. De acuerdo a dicho estudio, los países con un mayor puntaje en términos de “contabilidad y transparencia” son Nueva Zelanda, Noruega y EE.UU., con 100%, mientras que Chile obtiene 82%, en el décimo tercer lugar de la muestra de 44 casos.<sup>24</sup> Al respecto, se sugiere que Chile podría avanzar en publicar con un mayor detalle su cartera de inversiones y que además debería realizar auditorías periódicas del estado de los Fondos y su gestión.

---

<sup>23</sup> Mayores detalles en Fondo Monetario Internacional (2008).

<sup>24</sup> En el caso de Chile, el estudio consideró sólo al FEES.

**Cuadro 4**  
**Índice de Contabilidad y Transparencia de los Fondos de Riqueza Soberanos**  
 (Porcentaje sobre máximo posible)

País	Nombre del Fondo	Índice de Contabilidad y Transparencia
Nueva Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	100
Noruega	Government Pension Fund-Global	100
EE.UU. (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	100
Timor del Este	Petroleum Fund for Timor-Leste	96
EE.UU. (California)	California Public Employees' Retirement System	96
Canadá	Canada Pension Plan	96
Francia	Fonds de réserve pour les retraites	89
Canada (Québec)	Caisse de dépôt et placement du Québec	89
Azerbaiján	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	89
Irlanda	National Pensions Reserve Fund	86
Holanda	Stichting Pensioenfonds ABP	86
EE.UU. (Nuevo México)	Severance Tax Permanent Fund	86
<b>Chile</b>	<b>Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)</b>	<b>82</b>
EE.UU. (Wyoming)	Permanent Mineral Trust Fund	82
China	National Social Security Fund	82
Japón	Government Pension Investment Fund	80
Hong Kong	Exchange Fund	79
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	78
Australia	Australian Future Fund	68
Kazajistán	National Fund for the Republic of Kazakhstan	64
Singapur	Temasek Holdings	61
Botswana	Pula Fund	54
Rusia	Reserve Fund and National Welfare Fund	50
Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund	46
Malasia	Khazanah Nasional	46
Corea del Sur	Korea Investment Corporation	45
México	Oil Income Stabilization Fund	43
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	41
Singapur	Government Investment Corporation (GIC)	39
San Tomé y Príncipe	National Oil Account	29
Venezuela	National Development Fund	27
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	25
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	18
Omán	State General Reserve Fund	18
Irán	Oil Stabilization Fund	18
Sudán	Oil Revenue Stabilization Account	14
Nigeria	Excess Crude Account	14
China	State Foreign Exchange Investment Corporation	14
Argelia	Revenue Regulation Fund	11
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	7
Emiratos Árabes (Dubai)	Istithmar World	7
Emiratos Árabes (Abu Dhabi)	Mubadala Development Company	7
Emiratos Árabes (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	4
Qatar	Qatar Investment Authority	2

Fuente: Truman (2008).

### c) Evitar exacerbar la apreciación del peso

Un principio orientador tradicional para el manejo fiscal se refiere a calzar los activos con los pasivos fiscales. Sin embargo, con el mejoramiento significativo de la balanza comercial experimentado a partir de 2004 y la consiguiente apreciación de la moneda local, el Fisco ha debido enfrentar de manera diferente el tradicional objetivo del calce de activos y pasivos.

El Gobierno ha asumido que para equilibrar la balanza de pagos y la competitividad de la moneda local debe descalzar su balance fiscal, privilegiando tener sus activos en moneda extranjera y sus pasivos en moneda local. Esto no es otra cosa que amplificar el descalce natural que existe entre los activos y los pasivos del Fisco, en que por un lado tiene importantes fuentes de recursos en dólares (principalmente originados por la gran minería del cobre) y por otro, un programa de gasto expresado en la Ley de Presupuestos de cada año eminentemente en pesos.

Consecuentemente, el Fisco ha adoptado estrategias de inversión de los excedentes en monedas extranjeras (en particular considerando una canasta de divisas para invertir los recursos del FEES y del FRP). La aplicación de esta política en los últimos años queda manifiesta al comparar el porcentaje de activos invertido en moneda extranjera a marzo de 2005 con el que existía en marzo de 2008, el que pasó de 37% a 88%, como muestra el Cuadro 5.

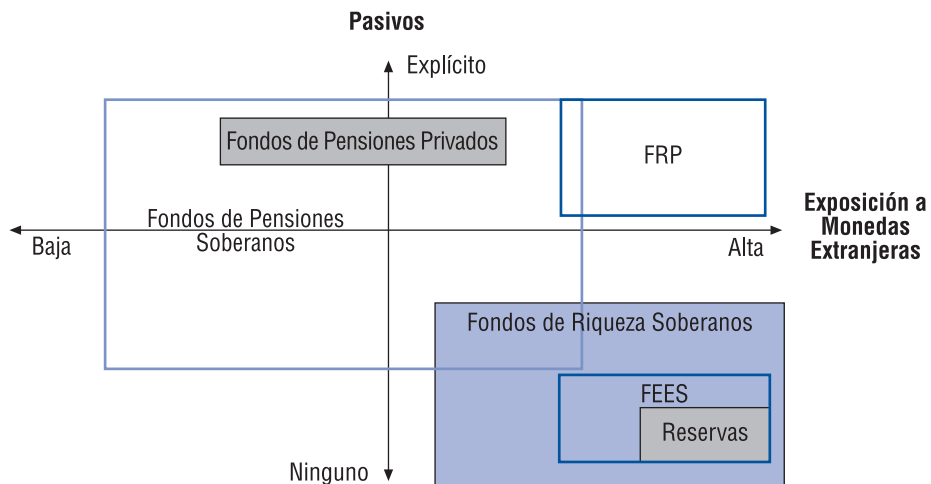
**Cuadro 5**  
**Inversión de Activos del Tesoro Público según Moneda**  
(Marzo 2005-marzo 2008)

Fecha	Activos del Tesoro Público	
	% en Pesos	% en Moneda Extranjera
Mar-2005	63%	37%
Jun-2005	69%	31%
Sep-2005	59%	41%
Dic-2005	52%	48%
Mar-2006	41%	59%
Jun-2006	21%	79%
Sep-2006	23%	77%
Dic-2006	10%	90%
Mar-2007	14%	86%
Jun-2007	18%	82%
Sep-2007	17%	83%
Dic-2007	8%	92%
Mar-2008	12%	88%

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Esta política se ha aplicado tanto para el FEES como para el FRP, los que hoy presentan una alta exposición a monedas extranjeras, aún cuando ambos fondos son muy diferentes en cuanto a la presencia de un pasivo explícito que cubrir, como se aprecia en la Figura 1. Esto es consistente con las prácticas de Fondos de Riqueza Soberanos comparables, como el New Zealand Superannuation Fund, de Nueva Zelanda.

**Figura 1**  
**Clasificación del FEES y del FRP en relación a su Exposición a Monedas Extranjeras y la Existencia de un Pasivo Explícito**



Fuente: Modelo desarrollado por Jen (2007), en el cual se ha añadido al FEES y al FRP.

#### d) Evitar distorsionar precios en el mercado financiero local

Sin desmedro del principio orientador anterior, que ha resultado en invertir la mayor parte de los activos del Tesoro en monedas extranjeras y en el exterior, la política de inversiones también ha procurado no descuidar el impacto que las inversiones en Chile puedan causar en el mercado financiero local.

Al respecto se debe considerar que la Dirección de Presupuestos ha mejorado significativamente la programación de la Cuenta Única Fiscal (CUF)<sup>25</sup>, lo que sumado al positivo ciclo económico de los últimos años ha permitido contar transitoriamente con importantes recursos para ser invertidos en moneda local.

<sup>25</sup> El saldo promedio de la CUF de diciembre de 1989 alcanzaba a más de US\$369 millones, lo que contrasta fuertemente con el saldo de la CUF de marzo de 2008, el cual era de sólo US\$1,2 millones.

En la práctica, la cuantía de recursos en moneda local depende del descalce existente entre las fechas en las que se concentran los ingresos tributarios y las fechas en las que se distribuye el aporte fiscal a las distintas reparticiones públicas. Generalmente este descalce obliga a acumular un monto equivalente a la suma de gasto y diferencia de ingresos que se observa en los siguientes quince a veinte días hábiles.

La magnitud de dicho monto impone como desafío no generar distorsiones en el mercado local que se deriven de la inversión de dichos recursos. Por lo tanto, las transacciones normalmente se han restringido a toma de depósitos a plazo, pactos de retrocompra y compra de cuotas de fondos mutuos; y de forma menos activa, a operaciones de compraventa de instrumentos del Banco Central de Chile.

Dado que los montos involucrados en las diferentes transacciones en los últimos años han sido en ocasiones significativos, se ha trabajado de manera programada con las contrapartes financieras, permitiéndoles suavizar los efectos de las mismas. Asimismo, el Ministro de Hacienda ha otorgado a la Tesorería General de la República márgenes de flexibilidad razonables para administrar gastos inesperados, sin que ello signifique perjuicio fiscal ni daño al mercado en su conjunto. Esto ha sido posible a través de inversiones en fondos mutuos con liquidez diaria, lo cual le ha permitido tener disponibilidades financieras de manera constante, con el compromiso de reinvertir en el fondo respectivo cuando éste es utilizado, para no afectar así los resultados del mismo ni del mercado financiero.

---

## Optimización del Nivel de Activos Financieros

La aplicación estricta de la política fiscal de balance estructural en un ciclo histórico de altos precios del cobre ha llevado al Fisco a tener una posición patrimonial inédita desde que se tienen registros comparables. En esta coyuntura las sensibilizaciones tradicionales de finanzas públicas que enfatizan la situación deudora de un gobierno no son pertinentes; por lo tanto, se hace necesario recurrir a aproximaciones diferentes, que tomen en cuenta la posición acreedora y la importante acumulación de activos que actualmente tiene el Fisco chileno.

En esta sección se sugieren algunos elementos para avanzar en el análisis señalado, aportando al debate respecto de los niveles deseables de acumulación de activos. Este análisis se realiza a partir de la estructura vigente; es decir, se presenta separado para el FEES y el FRP.<sup>26</sup>

### a) Nivel de Activos Financieros del FEES

El FEES tiene por objeto acumular los flujos superavitarios generados por la aplicación de la política de balance estructural y ser fuente de financiamiento en períodos de déficit fiscal. Así, en la parte negativa del ciclo económico y cuando el costo de endeudarse sea mayor al rendimiento del FEES, el Fisco razonablemente recurrirá a este fondo para cubrir los gastos programados consistentes con la meta de balance estructural que haya fijado. En caso contrario, en la parte positiva de un ciclo económico, el Fisco tenderá a pagar aquella deuda que sea más costosa e invertirá sus activos para obtener adecuada rentabilidad de los mismos. Justamente esto último es lo que ha ocurrido en Chile en años recientes.

Por tanto, para cumplir su rol estabilizador, es inherente al diseño del FEES acumular recursos en la parte positiva del ciclo económico. Con todo, es probable que exista un límite deseable a dicha acumulación, dado que ciertamente existen usos alternativos para los recursos ahorrados.<sup>27</sup> Si bien dicho límite no es evidente, a continuación se desarrollan antecedentes para avanzar en determinarlo.

---

<sup>26</sup> No se presenta un análisis para el resto de los activos del Tesoro Público, el que debe concebirse principalmente como capital de trabajo para asegurar la continuidad de pagos del Fisco.

<sup>27</sup> Como señala Engel, Marcel y Meller (2007), "...es importante considerar los momentos en que los activos netos alcanzan sus mayores valores. Si dichos valores son excesivamente altos, esto sería indeseable desde un punto de vista social, pues se trataría de recursos que podrían destinarse a actividades más productivas y con mayor rentabilidad social."



El punto de partida es definir a nivel conceptual lo que podría considerarse como el tamaño óptimo del FEES. Una primera metodología es suponer que en un momento dado se requieren tantos recursos en él como para que el stock de capital sea equivalente al valor presente de los déficit fiscales esperados en un período futuro.

Si consideramos la alternativa más extrema de tomar como referencia los déficit fiscales máximos esperados, podemos suponer la repetición de los déficit observados en ciclos económicos negativos pasados. Para ello es útil considerar las dos crisis económicas más recientes que generaron ejercicios fiscales negativos en los períodos 1982-1986 y 1999-2003 (que se resumen en el Cuadro 6).

**Cuadro 6**  
**Indicadores Económicos Seleccionados**  
**Años 1982-1986 y 1999-2003**

	<b>Déficit Fiscal</b> <b>(% PIB)</b>	<b>PIB</b> <b>(Variación anual)</b>	<b>Precio del Cobre</b> <b>(US\$/Lb)</b>
1982	-1,75%	-13,6%	67,06
1983	-3,14%	-2,8%	72,17
1984	-2,88%	5,9%	62,45
1985	-4,75%	2,0%	64,28
1986	-1,97%	5,6%	62,32
Déficit Fiscal Máximo	-4,75%		
Déficit Fiscal Acumulado	-14,49%		
1999	-2,12%	-0,7%	71,33
2000	-0,65%	4,5%	82,26
2001	-0,53%	3,3%	71,59
2002	-1,23%	2,2%	70,73
2003	-0,48%	4,0%	80,70
Déficit Fiscal Máximo	-2,12%		
Déficit Fiscal Acumulado	-5,01%		

Fuente: Construido en base a información del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda.

Se aprecia que ambas crisis generaron déficit fiscales por períodos de cinco años tras la contracción inicial del producto, aunque las consecuencias fiscales de la crisis de los años ochenta fueron significativamente más pronunciadas. En efecto, generaron un déficit acumulado de 14,49% del PIB, con un máximo anual de 4,75% del PIB en 1985. En contraste, los efectos fiscales de la denominada crisis asiática de finales de los años noventa implicaron un déficit acumulado de 5,01% del PIB, con un máximo anual de 2,12% del PIB en 1999.

Así, la alternativa más cautelosa para determinar el nivel óptimo de activos a mantener en el FEES sería tomar como referente la crisis más severa. Esto implicaría mantener activos en un rango de entre 5% del PIB (para enfrentar la necesidad de financiar el déficit anual máximo observado) y 15% del PIB (para enfrentar la necesidad de financiar el déficit acumulado en el período). Considerando el PIB de 2007, en términos gruesos esto implicaría acumular activos en el FEES en un rango de entre US\$8.000 millones y US\$25.000 millones.

La alternativa anterior puede ser excesivamente cautelosa si consideramos que la propia política fiscal vigente de balance estructural hace más probable una crisis atenuada, como la de 1999-2003, que una aguda como la de 1982-1986.<sup>28</sup> Si éste es el caso, bastaría mantener activos en el FEES en un rango de entre 2% y 5% del PIB. Considerando el PIB de 2007, en términos gruesos esto implicaría acumular activos en un rango de entre US\$ 3.000 millones y US\$8.000 millones.

Una segunda metodología para aproximarse al tamaño óptimo del FEES consiste en determinarlo en función del financiamiento requerido para hacer frente a la evolución que tendría la Deuda Pública neta bajo shocks negativos al PIB y al precio del cobre.

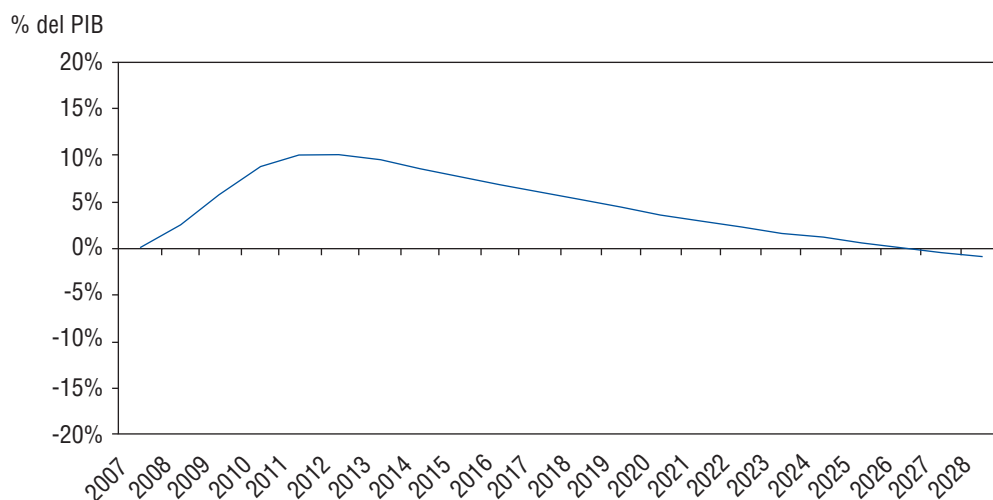
Para aplicar esta metodología se considera un escenario de shocks negativos similar al supuesto por Engel, Marcel y Meller (2007), pero tomando como punto de partida la economía en su estado estacionario (con brecha del PIB y del cobre igual a cero respecto de sus niveles de largo plazo), la inexistencia de acumulación de activos financieros y de deuda, y una meta de superávit fiscal estructural de 0,5% del PIB.<sup>29</sup>

El impacto de este escenario en la evolución de la Deuda Pública neta se presenta en el Gráfico 6, observándose que el nivel de deuda máxima sería de 10,1% del PIB el año 2012, lo que en valor presente equivale en términos gruesos a US\$17.000 millones. Si en el extremo quisiese mantenerse un nivel de deuda cero, el FEES tendría que acumular hoy la cantidad de recursos señalada.

<sup>28</sup> Este argumento es desarrollado en Rodríguez, Tokman y Vega (2006) y (2007).

<sup>29</sup> El escenario supone una caída inicial del producto de 1%, seguida de un crecimiento de 1%, 3% y 5%, simultáneamente a una caída a la mitad en el precio del cobre, seguida de una reversión hacia su precio de largo plazo con una brecha que se va cerrando en un 30% cada año.

**Gráfico 6**  
**Simulación Evolución de la Deuda Pública Neta en Escenario de Shocks**  
**Negativos al PIB y al Precio del Cobre 2007-2028**  
 (Porcentaje del PIB)



Nota: La simulación asume estado estacionario de la economía en 2007 como punto de partida.

Fuente: Elaborado en base a modelo desarrollado por el Ministerio de Hacienda.

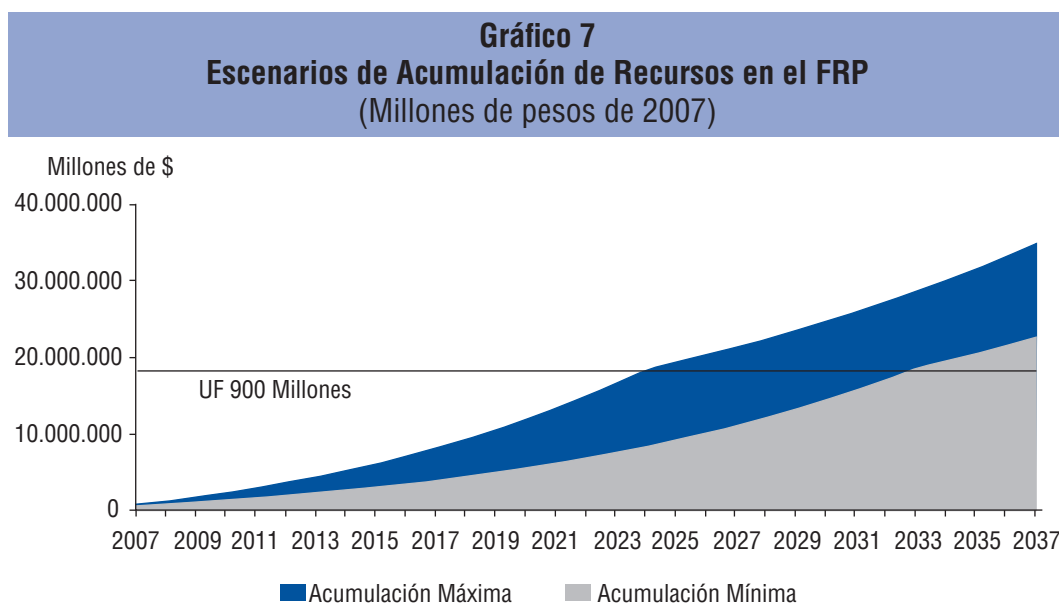
Los ejercicios anteriores muestran que existen diferentes metodologías para aproximarse a determinar el tamaño óptimo del FEES, las que generan valores en un amplio rango que va entre 2% del PIB y 15% del PIB. Considerando el PIB de 2007 esto implicaría acumular activos en un rango de entre US\$3.000 millones y US\$25.000 millones. Con todo, dada la política fiscal de balance estructural vigente y la meta de superávit fiscal estructural de 0,5% del PIB, una acumulación de activos prudente sería en torno al 10% del PIB.

### b) Nivel de Activos Financieros del FRP

A diferencia del FEES, el FRP tiene un pasivo específico que cubrir, lo que indica que su tamaño óptimo está directamente determinado por la dimensión del pasivo asociado. En este sentido, el FRP está destinado a complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de las Pensiones Básicas Solidarias de vejez e invalidez, así como los Aportes Previsionales Solidarios de vejez e invalidez. A la luz de estos fines, tanto las reglas de aportes anuales regulares al FRP, como sus usos, están normados por ley.

En particular, cada año el FRP debe recibir como aporte el superávit fiscal devengado del año anterior, contemplando un mínimo equivalente al 0,2% del PIB y un máximo equivalente a un 0,5% del PIB, hasta que los fondos acumulados en el FRP alcancen las UF 900 millones. La ley contempla también la posibilidad de realizar aportes extraordinarios al FRP desde el FEES.<sup>30</sup>

A partir del tamaño del FRP a diciembre de 2007, el Gráfico 7 muestra los perfiles de acumulación que éste tendría tomando los dos extremos de aporte anual permitidos por la ley (un mínimo de 0,2% del PIB y un máximo de 0,5% del PIB) y una rentabilidad de 5% real anual, sin considerar los pagos que el FRP efectuaría para complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales en materia previsional. En el caso de acumulación máxima, el FRP sobrepasaría las UF 900 millones en el año 2024, mientras que en el caso de acumulación mínima lo haría en el año 2033.



Fuente: Dirección de Presupuestos.

<sup>30</sup> La Ley N°20.128 indica que pueden haber aportes al FRP, adicionales al tope máximo de 0,5% del PIB, los cuales deben ser determinados por ley. Consistentemente, el Decreto con Fuerza de Ley N°1 de 2006, del Ministerio de Hacienda, faculta al FEES para realizar aportes extraordinarios al FRP.

Para decidir sobre el tamaño adecuado del FRP y los retornos que deben exigírseles a sus inversiones, además de conocer su perfil de ingresos necesariamente se requiere conocer su perfil de gastos. Precisamente, la Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal” estableció la obligación del Ministerio de Hacienda de contratar cada tres años un estudio actuarial que permita evaluar la sustentabilidad del FRP. El primero de estos estudios debe ser encargado durante 2009.

El estudio en cuestión permitirá analizar, entre otras opciones, la pertinencia de la acumulación de capital de UF 900 millones como cota para detener los aportes al FRP, la racionalidad de las reglas de aportes mínimos y máximos en el mediano y largo plazo, y la conveniencia de efectuar en el corto plazo aportes extraordinarios de capital al FRP, para aumentar la generación de intereses del Fondo y así suavizar el perfil de giros del mismo entre los períodos pre y post 2016.

# 6

## Conclusiones y Desafíos

---

La histórica acumulación de activos financieros que en la actualidad registra el Fisco chileno ha hecho necesario ampliar el análisis de las finanzas públicas, para hacer frente a nuevos retos relevantes para la autoridad fiscal. A la fecha existen avances en lo relativo a definir una política de inversiones de los activos financieros del Tesoro Público, determinar los usos factibles de los activos acumulados, estimar los niveles de acumulación óptimos de los Fondos, generar una institucionalidad para el manejo de los mismos y rendir cuentas al respecto.

Para seguir perfeccionando las prácticas en estos aspectos a continuación se señalan algunos desafíos que persisten y posibles líneas de acción para enfrentarlos:

- **Consistencia entre los objetivos de los Fondos de Riqueza Soberanos y sus respectivas políticas de inversiones y retiros.** El FEES y el FRP tienen objetivos diferentes, lo que se traduce en que el primero es un fondo de estabilización mientras que el segundo corresponde a un fondo para cubrir pasivos. Es en función de estos propósitos que deben estructurarse sus respectivas políticas de inversiones y retiros, así como decisiones respecto de su acumulación óptima. Así por ejemplo, el capital del FEES debiera tender a estar invertido en activos de fácil liquidación para poder ser utilizado oportunamente en los ciclos económicos en que se requiera, mientras que el capital del FRP debiera invertirse en un portafolio que genere los flujos necesarios para cubrir sus pasivos. De forma análoga, deberá velarse por la consistencia de las políticas referentes al nuevo Fondo Bicentenario de Capital Humano (anunciado por la Presidenta de la República en mayo de 2008), el que corresponderá a un fondo de desarrollo para el financiamiento de políticas de capital humano avanzado.
- **Acumulación óptima de recursos en el FEES y el FRP:** El análisis preliminar para cada uno de estos instrumentos muestra que en el caso del FEES su magnitud actual sería más que suficiente para enfrentar déficits fiscales futuros dentro de horizontes previsibles, pues una acumulación de activos prudente estaría en torno al 10% del PIB, porcentaje que considerando el PIB de 2007 equivaldría a mantener US\$16.000 millones en activos financieros. En el caso del FRP es necesario esperar el estudio actuarial sobre la sustentabilidad del Fondo que exige

la Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal” para poder determinar su tamaño adecuado y los retornos que deben exigírseles a sus inversiones, estudio que se encargará durante 2009. En dicho contexto debe evaluarse la conveniencia de efectuarle aportes extraordinarios de capital en el corto plazo. Con todo, se recalca que es necesario desarrollar metodologías más precisas para determinar periódicamente la acumulación óptima de activos para cada componente del Tesoro Público.

- **Establecimiento de objetivos para los recursos ahorrados por sobre las necesidades del FEES.** La Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal” identificó claramente dos objetivos para la acumulación de activos: estabilizar el gasto fiscal en situaciones económicas adversas, para lo que creó el FEES, y hacer frente a los compromisos futuros en materia previsional, a través del FRP. Estos propósitos se suman al objetivo implícito de contar con el capital de trabajo necesario para operativizar la caja fiscal, para lo cual se consideran los otros activos del Tesoro Público. La actual acumulación de activos financieros en el FEES hace posible definir nuevos objetivos de ahorro referidos a dar sustentabilidad a compromisos de gasto público de mediano y largo plazo. Un ejemplo en este sentido es el compromiso presidencial de financiar 30 mil becas para estudios en el exterior durante los próximos diez años, para lo cual se creará el Fondo Bicentenario de Capital Humano por US\$6.000 millones cuya rentabilidad anual permitirá financiar los costos de las becas, independientemente de la coyuntura económica.
- **Tratamiento de las rentas de los activos financieros en el marco de la política fiscal de balance estructural.** Dada la significativa acumulación de activos financieros del Fisco chileno en la actualidad, los ingresos por las rentas de los mismos han aumentado su importancia relativa dentro del total de ingresos fiscales, desde un promedio de 0,5% en el período 2001-2006 a 3,5% en 2007. Esto hace necesario revisar el tratamiento que se le da a estas rentas en la contabilidad fiscal estructural. En particular, se debe revisar la pertinencia de seguir considerándolas en su totalidad como ingresos estructurales o, si por el contrario, deben someterse a algún tipo de ajuste cíclico, ya sea en relación al capital acumulado, a su rentabilidad y/o a la composición de la cartera de activos en que se invierta. La ventaja de establecer algún ajuste cíclico para estas rentas sería la mayor certidumbre y estabilidad que tendrían sus flujos como fuente de ingresos fiscales, lo que permitiría aumentar la sustentabilidad de sus vínculos con compromisos específicos de gastos (como ocurre por ejemplo en el caso del FRP, respecto de su rentabilidad como fuente de financiamiento de sus obligaciones hasta el año 2016 y como ocurrirá con el Fondo Bicentenario de Capital Humano).

- **Institucionalidad para la gestión de inversiones.** La Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal” actualizó el marco normativo mediante el cual se realizan las inversiones del Tesoro Público, estableciendo que deben seguirse las instrucciones y definiciones generales del Ministro de Hacienda quien, para tales efectos, cuenta con la asesoría de un Comité Financiero. Con todo, la velocidad con que han crecido los activos financieros acumulados por el Fisco chileno, junto con el desarrollo del mercado financiero, hacen necesario profundizar los avances referidos a la institucionalidad con que éste cuenta para gestionarlos. En primer lugar, se requiere identificar todas las funciones vinculadas al proceso de inversión de los activos financieros del Tesoro, de manera de determinar una asignación institucional óptima de las mismas, sus objetivos, controles y balances. En segundo lugar, es necesario implementar políticas de recursos humanos orientadas a atraer y retener en el sector público a funcionarios idóneos para llevar a cabo estas funciones, a la vez que delimitar claramente sus responsabilidades. Y en tercer lugar, se sugiere adecuar el marco regulatorio que permite la inversión de recursos fiscales, adaptándolo a la clase de activos disponibles actualmente en el mercado.
- **Mecanismos de cuenta pública.** El Fisco chileno en los últimos años ha continuado aumentando considerablemente la transparencia y rendición de cuentas en el ámbito presupuestario. La gestión de los activos financieros no ha sido la excepción a esta tendencia. Sin embargo, comparaciones internacionales sugieren que aunque está bien calificado, Chile podría avanzar aún más en este ámbito. Por ejemplo, podría publicar un mayor detalle de su cartera de inversiones y comunicar cómo la política de inversiones adoptada responde a los objetivos de cada componente del Tesoro Público. Asimismo, y en línea con lo planteado en la Ley N°20.128 “sobre Responsabilidad Fiscal”, deberían contratarse servicios especializados en medición de riesgo y desempeño, así como auditorías periódicas del estado de los Fondos y su gestión, cualquiera sea el administrador de los mismos (y no sólo en el caso que los Fondos sean administrados por terceros distintos del Banco Central de Chile, único caso en que lo exige la ley).

Hacerse cargo de los desafíos señalados será clave en el desempeño de la autoridad fiscal en los próximos años. El manejo de activos financieros que al cierre del primer trimestre de 2008 representaban cerca de 13,4% del PIB esperado para 2008 es una responsabilidad que el sector público no había enfrentado con anterioridad. Por tanto, debe procurar que la institucionalidad para la gestión de todos los componentes del Tesoro Público esté al nivel de la evolución de los mercados financieros. En ello, debe mantener siempre altos estándares de transparencia y rendición de cuentas, y orientarse según los objetivos de largo plazo definidos para la política fiscal.





---

## Bibliografía

- Engel, E., M. Marcel y P. Meller, 2007, “Meta de Superávit Estructural: elementos para su análisis”, mimeo.
- Fondo Monetario Internacional, 2008, “Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda”, mimeo.
- Hirschman, A., 1958, *The Strategy of Economic Development*. Yale University Press.
- Jen, S., 2007, *The definition of a Sovereign Wealth Fund*, Morgan Stanley Research Global.
- Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides, 2001a, “Balance Estructural: La Base de la Nueva Regla de Política Fiscal Chilena”, *Revista Economía Chilena*, volumen 4, N°3.
- Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés, y P. Benavides, 2001b, “Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000,” *Estudios de Finanzas Públicas*, N°1, Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Markowitz, H., 1952, “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, volumen 7, N°1.
- Matsuyama, K., 1992, “Agricultural Productivity, Comparative Advantage, and Economic Growth”, *Journal of Economic Theory* N° 58.
- Ministerio de Hacienda, 2008, “Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el Año 2007”.
- Rodríguez, J., C. Tokman y A. Vega, 2007, “Structural Balance Policy in Chile”, *OECD Journal on Budgeting*, Volumen 7, N°2.
- Rodríguez, J., C. Tokman y A. Vega, 2006, “Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras Seis Años de Aplicación en Chile”, *Estudios de Finanzas Públicas*, N°7, Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Truman, E., 2008, “A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices”, Policy Brief N°08-3, Peterson Institute for International Economics.
- Velasco A., A. Arenas, L. F. Céspedes y J. Rodríguez, 2007, “Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural”, *Estudios de Finanzas Públicas*, N°9, Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Chile.



# 8

---

## **Anexo: Comparación de los Principales Fondos de Riqueza Soberanos del Mundo**



**Comparación de los Principales Fondos de Riqueza Soberanos del Mundo (FRS)**  
(Información a abril de 2007 o a fecha más actual disponible, según se indica)

<b>País</b>	<b>Nombre del Fondo</b>	<b>Total de Activos (US\$ millones)</b>	<b>Fuente de Financiamiento</b>	<b>Propiedad y Administración</b>	<b>Estrategia de Inversión y Asignación de Activos</b>
Emiratos Árabes	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA); Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	US\$250.000 a US\$875.000 <sup>1</sup>	Exportaciones de Petróleo	Propiedad del emirato de Abu-Dabi, la ADIA ha sido el principal conducto para invertir los excedentes del petróleo desde 1976. Recientemente fue establecido el ADIC como una persona jurídica separada, por lo que los recursos ahora serán asignados a ambas instituciones.	Inversiones Globales. Estrategia de Inversión y Portafolio desconocido.
Noruega	Government Pension Fund - Global	US\$308.000 (31 marzo 2007)	Exportaciones de Petróleo	Propiedad del gobierno y administrado por el Banco de Noruega.	Asignación de Activos Globales. 40% en acciones y 60% en renta fija.
Arabia Saudita	No especificado <sup>2</sup>	Más de US\$250.000	Exportaciones de Petróleo	La Agencia Monetaria de Arabia Saudita administra las reservas extranjeras, una parte son designadas como reservas y otras son administradas por varias agencias de gobierno.	Inversiones Globales. Estrategia de Inversión y Portafolio desconocido.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA); General Reserve Fund (GRF); Future Generations Fund (FGF)	US\$160.000 a US\$250.000 <sup>1</sup>	Exportaciones de Petróleo	El KIA es un organismo autónomo responsable de la dirección del GRF y del FGF.	Es invertido en el mercado local e internacional. Tiene asignación de activos globales basado en pautas de inversión aprobadas por el comité del FGF.
Singapur	Government Investment Corporation (GIC) Temasek Holdings	Más de US\$100.000 Más de US\$100.000	Otro Otro	La GIC es una corporación establecida en 1981, totalmente propiedad del gobierno. Temasek Holding es una sociedad anónima de responsabilidad limitada, establecida en 1974 para sostener y administrar la inversión antes administrada por el accionista principal, el Ministerio de Finanzas.	Asignación de Activos Globales. Estrategia de inversión y Portafolio desconocido. Activa participación en diversas industrias, banca, servicios financieros, bienes raíces, transportes y logística, infraestructura, telecomunicaciones, biociencia, salud, consumo, tecnología y energía.

<b>País</b>	<b>Nombre del Fondo</b>	<b>Total de Activos (US\$ millones)</b>	<b>Fuente de Financiamiento</b>	<b>Propiedad y Administración</b>	<b>Estrategia de Inversión y Asignación de Activos</b>
China	State Foreign Exchange Investment Corporation <sup>3</sup>	US\$200.000	Otro	Aún no determinado.	A ser determinado.
Rusia	Oil Stabilization Fund <sup>4</sup>	US\$127.000 (1 agosto 2007)	Exportaciones de Petróleo	Propiedad del el gobierno y administrado por el Banco Central de Rusia.	Invertido mayormente en renta fija con 44% en dólares de EE.UU., 46% en euros y 10% en libras esterlinas.
Australia	Australian Future Fund	US\$42.000 (1 mayo de 2007)	Otro	Establecido en 2006. Propiedad del gobierno y administrado por la Agencia de Administración del Fondo. Su objetivo es sustentar las futuras responsabilidades de pensiones del gobierno.	El mandato actual fija una meta de rendimiento entre 4,5% y 5,5% sobre el IPC en el largo plazo. Esto ha sido interpretado como un objetivo de retorno de al menos 5% sobre IPC promedio flotante de períodos 10 años.
Estados Unidos (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	US\$35.000 (30 junio 2007)	Exportaciones de Petróleo y Minerales	Propiedad del estado de Alaska, se estableció en 1976 y es administrado por la Corporación del Fondo Permanente del estado de Alaska.	La asignación de activos consiste en 53% de acciones, 29% de renta fija, 10% de activos reales y 8% de activos alternativos.
Brunei	Brunei Investment Authority General Reserve Fund	US\$30.000	Exportaciones de Petróleo	Propiedad del gobierno y administrado por la Agencia de Inversión de Brunei.	Inversiones Globales en activos financieros y reales. Estrategia de inversión y Portafolio desconocido.
Corea del Sur	Korea Investment Corporation (KIC)	US\$20.000	Otro	Establecido en 2005 para administrar US\$20 mil millones de reservas, de las cuales US\$17 mil millones son del Banco de Korea y US\$3 mil millones del gobierno.	Los activos incluyen acciones y bonos definidos por la KIC Act, monedas extranjeras, derivados, etc.

País	Nombre del Fondo	Total de Activos (US\$ millones)	Fuente de Financiamiento	Propiedad y Administración	Estrategia de Inversión y Asignación de Activos
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	US\$15.000 (31 marzo 2007)	Exportaciones de Petróleo	Propiedad del gobierno de la Provincia de Alberta, administrado por Alberta Finance.	Inversiones Globales. La asignación de activos consiste en 30% en renta fija, 45% en acciones, 10% en activos reales y 15% en activos alternativos.
Botswana	Pula Fund	Más de US\$5.0002	Exportaciones de Diamantes	Poseído conjuntamente por el gobierno y el Banco de Botswana.	El fondo invierte en acciones e instrumentos de renta fija en economías industrializadas. No invierte en mercados emergentes, por su dependencia en commodities.
Nueva Zelanda <sup>5</sup>	New Zealand Superannuation Fund	Más de US\$10.500	Contribuciones de la Corona. Planifica aportar US\$1.512 millones anualmente durante los próximos 20 años.	El fondo es gobernado por una entidad de la Corona llamada Guardians of New Zealand Superannuation. Esta institución es encabezada por un directorio seleccionado por el Ministro de Finanzas.	Portafolio Meta: Acciones Globales 40,5%, Acciones locales 7,5%, Acciones de mercados emergentes 2,0%, Activos Alternativos 25,0%, Activos inmobiliarios 10,0% y Renta Fija 15,0%.
Chile <sup>6</sup>	Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)	US\$1.574 (31 de marzo 2008)	Superávit fiscal, con tope de 0,5% del PIB y piso de 0,2% del PIB.	Propiedad del Gobierno de Chile, administrados por el Banco Central de Chile en calidad de Agente Fiscal.	La actual asignación de activos es 100% en activos de renta fija. A marzo de 2008, el portafolio estaba compuesto por 27% de activos bancarios y 73% de activos soberanos.
	Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES)	US\$17.192 (31 de marzo 2008)	Superávit fiscal (luego de realizado el aporte al FRP).	Propiedad del Gobierno de Chile, administrados por el Banco Central de Chile en calidad de Agente Fiscal.	La actual asignación de activos es 100% en activos de renta fija. A marzo de 2008, el portafolio estaba compuesto por 29% de activos bancarios y 71% de activos soberanos.

Fuente: Construido en base a información del Global Financial Stability Report (GFSR), Anexo 1.2 Sovereign Wealth Funds, abril 2007, e información pública de sitios web del FMI y Morgan Stanley Research. Otros países con fondos soberanos de riqueza conocidos, pero cuya información no está disponible para efectos de comparación, son: Azerbaiján, Reino de Bahrein, Chad, Ecuador, Guinea Ecuatorial, Gabón, República Islámica de Irán, Irlanda, Kazajistán, Kiribati, Libia, Malasia, Mauritania, México, Omán, Qatar, Sudán, Taiwán, Timor del Este, Trinidad y Tobago, Uganda, y Venezuela.

1 Cifras estimadas por Morgan Stanley Research y PIMCO.

2 En estos países no hay FRS formales, pero la agencia monetaria maneja activos en moneda extranjera de parte de varias agencias del gobierno.

3 Anunciado en marzo de 2007.

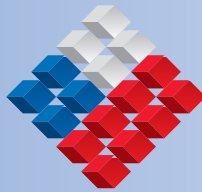
4 Desde febrero de 2008 el Fondo de Estabilización del Petróleo está dividido en dos fondos diferentes, con distintos objetivos: Fondo de Estabilización y Fondo Nacional de Riqueza.

5 Información sitio web del fondo, marzo de 2008.

6 Información de Ministerio de Hacienda, marzo de 2008.







GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS