



UNIVERSIDAD DE CHILE  
Instituto de Estudios Internacionales

# **Fondos de Riqueza Soberana: La experiencia de Chile y Alaska**

**Sovereign Wealth Fund: the experience of Chile and Alaska**

**Estudio de Caso para optar al grado de  
Magíster en Estrategia Internacional y Política Comercial**

**Daniela María Guerrero Guzmán  
Profesor Guía: José Miguel Ahumada Franco**

**Santiago, Chile**

**Octubre 2020**

|   |    |
|---|----|
| Contenido   |    |
| Resumen .....   | 3  |
| Abstract.....   | 4  |
| Capítulo 1: Planteamiento del Problema .....                                    | 5  |
| Hipótesis General.....  | 8  |
| Hipótesis Específicas .....   | 8  |
| Capítulo 2: Marco Teórico .....   | 8  |
| Clasificaciones de los Fondos de Riqueza Soberana. ....                         | 11 |
| a) Fondos de Ahorro .....   | 12 |
| b) Fondos de Desarrollo .....   | 12 |
| c) Fondos de Estabilización Económica .....                                     | 12 |
| d) Fondos Soberanos de Pensiones .....  | 13 |
| e) Sociedades de inversión de reservas .....                                    | 13 |
| Capítulo 3: <i>Alaska Permanent Fund</i> (Fondo Permanente de Alaska).....      | 13 |
| Origen del Fondo .....  | 13 |
| Evolución e Institucionalidad del Fondo .....                                   | 15 |
| Evaluación de los modelos de fondos soberanos.....                              | 20 |
| Evaluación del <i>Alaska Permanent Fund</i> de Alaska.....                      | 21 |
| Capítulo 4: El Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile.....         | 24 |
| Origen del Fondo .....  | 24 |
| Institucionalidad.....  | 26 |
| Evolución de la Regla Fiscal, el FEES y el Fondo de Reservas de Pensiones ..... | 31 |
| Evaluación del Fondo de Estabilización Económica Y Social de Chile.....         | 33 |
| Contrastación de Ambas Políticas .....  | 36 |
| Capítulo 5: Conclusiones.....   | 38 |
| Bibliografía.....   | 40 |

## Resumen

La literatura económica ha estudiado ampliamente la relación que existe entre una alta dotación de recursos naturales y niveles de crecimiento que alcanza un país con estas características. Numerosos estudios han concluido, que dichos países, presentan, en la práctica, una serie de efectos negativos, que generan menores niveles de desarrollo económico que aquellos países especializados en productos manufacturados, llegándose a establecer la teoría de “la maldición de los recursos naturales”.

Los países intensivos en recursos naturales han encontrado en los Fondos Soberanos una herramienta viable que permite mitigar estos efectos negativos, que se desprenden de la explotación de aquellos recursos y a su vez, convertirse en una fuente de ahorro para las futuras generaciones.

Este estudio examina y evalúa los distintos enfoques respecto al surgimiento de los Fondos Soberanos y los objetivos que estos persiguen, para llevar a cabo esto, nos centraremos en el análisis de una política de larga data y en apariencia exitosa, como es el caso del Alaska Permanent Fund, con el objetivo de determinar las lecciones que esta experiencia pueda otorgar al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) de Chile.

En el primer apartado se analizarán los principales enfoques que explican el surgimiento de los Fondos Soberanos, para luego continuar con el estudio de ambas políticas, determinando así los objetivos que persiguen ambos casos con su creación, funcionamiento y evolución a lo largo del tiempo.

Finalmente en el capítulo 5, se concluye el estudio identificando las variables que hicieron al fondo de Alaska superar su dependencia del recurso natural que lo originó, y proponer las directrices que podría replicar el Estado de Chile.

Palabras Clave: Fondos Soberanos, maldición de los recursos, distribución de los recursos, Alaska Permanent Fund, Fondos de Estabilización Económico y Social.

## **Abstract**

The economic literature has extensively studied the relationship between a high endowment of natural resources and the growth levels that a country with these characteristics achieves. Numerous studies have concluded that countries that are based on the exploitation of these resources for their economic growth have presented in practice a series of adverse effects.

They will affect the country's development; creating lower economic development levels than the countries that use manufactured products, establishing the theory of the "curse of natural resources."

Countries that are intensive in natural resources have found in the Sovereign Funds a tool that allows, on the one hand, to mitigate these adverse effects derived from the exploitation of natural resources and, on the other hand, as a source of saving of current resources for future generations. This study analyzes and evaluates the different approaches regarding the emergence of Sovereign Funds and their objectives.

This study examines and evaluates the different approaches regarding the emergence of Sovereign Funds and the objectives they pursue. To do this, we will focus on the analysis of a long-standing and apparently successful policy, such as the Alaska Permanent Fund, with the objective of determining the lessons that this experience can provide to Chile's Economic and Social Stabilization Fund (FEES).

In the first section, the main approaches that explain the emergence of the Sovereign Funds will be analyzed and then continue with the study of both policies, determining the objectives pursued by both States with their creation, operation, and evolution over time.

Finally, in Chapter 5, the study concludes by identifying the variables that made Alaska's fund overcome its dependence on the natural resource that originated it, and proposing the guidelines that the State of Chile could replicate.

**Key Words:** sovereign wealth fund, resource curse, distribution of resources, Alaska Permanent Fund, Fondos de Estabilización Económico y Social.

## Capítulo 1: Planteamiento del Problema

Desde mediados del año 2002 hasta el año 2013, las economías latinoamericanas experimentaron un proceso de auge económico, derivado principalmente de los altos precios internacionales de sus *commodities* de exportación, esto, impulsado por la bonanza exportadora de materias primas hacia China. Una vez terminado este periodo y la consecuente caída de precios en los *commodities*, la región experimentó un deterioro en los términos de intercambio, sumado a una desaceleración del crecimiento económico (Sanahuja, 2016).

Los países productores de petróleo también se han visto afectados por la inestabilidad en los precios de este producto, el que se había mantenido alto y estable en el periodo comprendido entre los años 2011 a 2014. Ya en 2015, el precio del petróleo disminuyó cerca de un 60% en su valor, dejando a las economías exportadoras de este producto expuestas a los efectos adversos que significa una caída de esta envergadura (Garavito et al., 2015; Obsfeld et al., 2016).

La literatura económica ha estudiado ampliamente la abundancia de recursos naturales y los efectos negativos que se generan dentro de la economía en aquellos países que optan por basar su desarrollo económico en estos mismos. En ellos, se puede apreciar un alto crecimiento económico de “coyuntura”, impulsado por una acotada lista de productos carácter primario, dejando a los países propensos a experimentar una serie de distorsiones económicas derivadas de la llamada maldición de los recursos naturales. Como una forma de mitigar estos efectos nocivos para la economía, las autoridades nacionales (y en casos también locales) han recurrido a la creación y utilización de una amplia gama de herramientas económicas y financieras, dentro de las cuales se encuentran los llamados “fondos soberanos”. Estos fondos surgen de la necesidad de aislar la economía de los efectos negativos que puede provocar un aumento “excesivo” de las reservas nacionales dentro de la economía nacional y como herramienta de ahorro de los recursos actuales para las futuras generaciones.

Los fondos soberanos o “fondos de riqueza nacional”, han cobrado mayor relevancia en el contexto internacional, debido a la proliferación en su uso por parte de distintos países, tales como Noruega, Japón, China, entre otros.

A nivel mundial, para el año 2019 existían alrededor de 94 fondos soberanos activos, los cuales representaban 8,3 billones de dólares (SWF, 2019). Estos vehículos de ahorro e inversión, según la fuente de los ingresos que los originan, pueden ser cimentados en materias primas o en productos de mayor valor agregado. Independiente de la fuente de origen, existen en la actualidad, una amplia gama de fondos soberanos, que responde a los objetivos que cada Estado ha establecido para su creación, como por ejemplo, inversión, pensiones, estabilización, etc.

Este estudio, se centra en aquellos fondos soberanos que fueron creados a partir de un recurso natural no renovable, y que buscan de alguna manera resolver la llamada “maldición de los recursos naturales”, posibilitando maximizar los beneficios de la explotación actual de los recursos existentes en su territorio en el largo plazo y que las futuras generaciones, no solo hereden los costos de esta.

Para llevar a cabo el análisis, se han seleccionado dos casos, cuyos fondos cumplen con esta característica, tal es el caso del *Alaska Permanent Fund* (Fondo Permanente de Alaska), objeto principal de esta investigación, y el Fondo de Estabilización Económico y Social de Chile (FEES). La elección de estos dos Estados, y sus respectivas políticas de ahorro, responde a que ambos fondos soberanos han surgido de la explotación de recursos naturales no renovables, lo que permite mediante el estudio de la política de Alaska, identificar las mejores prácticas a aplicar en el FEES.

Del estudio de *Alaska Permanent Fund* se busca determinar si esta política cumple con el principio de uso intergeneracional de los recursos, es decir, si la mantención del fondo en el largo plazo es viable más allá del recurso natural que lo originó. Además, identificar las características que lo han llevado a ser uno de los 20 fondos más grandes, según el monto del capital acumulado, a nivel mundial, ya que según el ranking elaborado por el SWF Institute, el *Alaska Permanent Fund* alcanzó la posición número 19, en 2019.

Estos dos casos de estudio, crearon sus fondos como respuesta a la alta dependencia que presentan de la explotación de los recursos naturales existentes en su territorio, buscando mitigar los efectos nocivos de la llamada maldición de los recursos y como una forma de ahorrar recursos para las futuras generaciones.

Para el Estado de Alaska la producción del petróleo ha sido impulsor de crecimiento económico desde 1976, año en que comenzó la explotación a gran escala, hasta la actualidad. La producción de petróleo generó USD 2,7 mil millones en ingresos para el Estado, lo que se traduce en aproximadamente el 90% de los ingresos fiscales para el año 2019 (RDC, 2019).

En el caso de Chile, la minería y en especial el cobre ha sido el principal producto de exportación desde las década de los 90. Sin embargo, la importancia de los ingresos provenientes del cobre como porcentaje del PIB ha ido descendiendo de forma significativa los últimos 11 años. Es así como pasó de un 8,4% del PIB en el año 2006 a un 1% del PIB en el 2017 (Dipres, 2018).

El estudio está estructurado de la siguiente manera; en el capítulo 2, se efectúa un análisis teórico de los Fondos Soberanos, en donde se busca lograr una definición de estos y su clasificación según el objetivo bajo los cuales fueron concebidos.

En el tercer capítulo se describe, analiza y evalúa la política de fondos soberanos llevada a cabo por el Estado de Alaska, con el fin de determinar los objetivos, materia prima, su

institucionalidad, y evolución, para así, lograr identificar las variables que mayormente influyen en el capital del fondo, todo ello, mediante un análisis de correlación.

En el capítulo 4, se describe brevemente la política de fondos soberanos desarrollada por el Estado de Chile, para así, identificar aquellas lecciones que este país puede aprender de la experiencia de Alaska.

Finalmente, en el capítulo 5, se realizan las conclusiones y recomendaciones que se desprenden luego del estudio.

Respecto a la metodología de evaluación de estos fondos, esta procede mediante una descripción de ambas políticas, para luego someterse a análisis de correlación, con una serie de variables, que se han seleccionado como aquellas que tienen mayor relación con el capital principal del fondo. Las fuentes de donde se recopiló la información para estas variables son principalmente, instituciones gubernamentales, como bancos centrales o corporaciones encargadas de los fondos soberanos de cada Estado, en cuanto al periodo de tiempo al que se somete a evaluación es desde el surgimiento del *Alaska Permanent Fund* (1977) y el FEES (2007) hasta el año 2019.

Bajo este contexto, es que surge la pregunta que guiará esta investigación: ¿Ha logrado el *Alaska Permanent Fund* superar la dependencia del recurso natural que lo originó, siendo sostenible en el largo plazo; y, qué puede aprender el Estado de Chile de esta experiencia?

### **Objetivo General:**

Realizar un análisis del Fondo Soberano de Alaska, determinando las principales variables que aseguran la sustentabilidad de su capital en el largo plazo y las lecciones que pueden aportar a la política desarrollada por el Estado de Chile, respecto al Fondo de Estabilización Económico y Social.

### **Objetivos Específicos**

- Analizar los objetivos y estructura de estos fondos soberanos de Inversión.
- Evaluar la relación del precio de la materia prima sobre el fondo de Alaska y las perspectivas de futuro de este.
- Identificar las principales enseñanzas que esta política puede aportar a la experiencia de Chile.

## Hipótesis General

La actual política de Fondos Soberanos de Alaska ha superado la dependencia del recurso natural que lo originó, permitiendo su mantención indefinida a través del tiempo.

## Hipótesis Específicas

- El fondo soberano de Alaska (*Alaska Permanent Fund*) no depende del recurso natural para su permanencia en el tiempo.
- La actual política de fondos soberanos desarrollada por el Estado de Chile, no ha logrado superar la dependencia del recurso natural que lo originó.

## Capítulo 2: Marco Teórico

La literatura económica hace referencia a la denominada “maldición de los recursos naturales” como la serie de problemáticas económicas que suelen presentarse en aquellos países con abundancia o mayor dotación de recursos naturales y que son utilizados como base del desarrollo nacional. Entre estas distorsiones se encuentran el crecimiento empobrecedor<sup>1</sup>, la enfermedad holandesa<sup>2</sup>, el estancamiento económico<sup>3</sup>, y la alta desigualdad de la renta<sup>4</sup>, todas, dinámicas que afectan de manera negativa al desarrollo económico y social del país.

---

<sup>1</sup> Crecimiento empobrecedor: se refiere al efecto que se produce en un país que tiene un fuerte poder de mercado o ventajas en un producto. Al abrirse comercialmente comenzara a especializarse y aumentar su producción en este producto que. Lo que genera una baja en el precio del bien que no es compensado por los ingresos derivados del aumento de la oferta de este, eliminando o mermando las ganancias iniciales del país al abrir sus mercados (Astudillo, 2016).

<sup>2</sup> Bresser Pereira define la enfermedad holandesa como “una falla de mercado originada en la presencia de recursos naturales o humanos abundantes y baratos que mantienen sobrevaluado el tipo de cambio real del país por un tiempo indeterminado” (Bresser Pereira, 2008:7).

<sup>3</sup> Esto ha sido altamente estudiado por la literatura económica, estableciéndose la relación entre la inestabilidad de los mercados de *commodities* y bajas tasas de crecimiento en el largo plazo debido principalmente a, entre otras variables, la caída de los términos de intercambio, apreciación del tipo de cambio, volatilidad del precio de materias primas, estructura de exportación sesgada contra manufacturas (Perla, 2005).

<sup>4</sup> Los países productores primarios tienden presentar mayores niveles de desigualdad, debido a que estos tienen una estructura de propiedad muy concentrada, de tal forma que “aumento en el precio de las materias primas conduce a una mayor desigualdad en la distribución de la renta” (Perla, 2005:16). Bulte et al. (2004) concluyen que los "recursos concentrados son activos que pueden ser controlados fácilmente por grupos relativamente pequeños de la sociedad, dando como resultado a menudo una distribución de la renta altamente sesgada” (Bulte et al., 2004:14).



Es así como la teoría de la “maldición de los recursos naturales”, propuesta inicialmente por el Auty en 1993 (Auty, 1993), llegó a la conclusión que la especialización en la explotación y exportación de *commodities* por parte de los países abundantes en recursos naturales, no solo ha conducido a ciclos de auge y declive en las industrias relacionadas con su extracción, sino que, ha llevado a que estos países, indexen sus ciclos económicos y productivos, y además, el manejo de presupuestos fiscales a la evolución de dichos productos en sus respectivos mercados internacionales. Esto ha generado épocas de marcada expansión en el gasto del gobierno y de alto crecimiento económico cuando el precio de estos *commodities* se encuentran en alza, y por el contrario, de un alto estancamiento en estas variables cuando el valor de ellos desciende en los mercados mundiales (Astudillo, 2009; Perla, 2005).

Ramírez y Wirth (2017) diferencian entre la dependencia de los recursos naturales y la abundancia de estos, siendo la primera, la asociada con la escasa diversificación de la estructura productiva y por ende, con mal desempeño económico, dando a entender que no es la existencia de recursos naturales a priori una maldición para el país poseedor de estos, sino, la poca capacidad que poseen los gobiernos de estos países, de diversificar la matriz productiva. Es la alta dependencia económica de estos recursos lo que lleva a los países a enfrentar las distorsiones antes mencionadas y por consiguiente un desempeño económico deficiente. En este sentido, tal como señalan Arreaza et al., (2008: 13). “un aumento acelerado de las reservas por encima de la capacidad de absorción nacional no está exento de costos. Puede tener consecuencias macroeconómicas no deseadas, tales como una apreciación del tipo de cambio, distorsiones en los precios relativos, expansión de la liquidez, desequilibrios en el sector financiero, burbujas de activos nacionales, inflación, o la exacerbación de la volatilidad cíclica”.

Para evitar que la volatilidad de los precios de las materias primas afecte negativamente el desempeño económico de largo plazo de los países, y que a su vez, el uso de los recursos financieros provenientes de la extracción y exportación de los *commodities* tenga un manejo que resulte ser coherente con la estructura de desarrollo que el país ha adoptado, los países ricos en recursos naturales han creado políticas fiscales destinadas al ahorro de aquellos recursos financieros provenientes de la explotación de las riquezas naturales y que se encuentran apartadas de las fluctuaciones específicas de la economía.

Es bajo este contexto que las autoridades de los países especializados en la exportación de recursos naturales han encontrado en los “*Sovereign Wealth Fund*” o “Fondos de Riqueza Nacional” una herramienta que permite hacer frente a estas distorsiones, aislando así, la economía doméstica de la “maldición de los recursos naturales” antes mencionada, y sin dejar de lado también, como un mecanismo de ahorro de los recursos para las generaciones venideras.

Estos mecanismos de manejo de los recursos provenientes de la explotación de las materias primas están compuestos por instrumentos financieros que, por lo general, son administrados por las instituciones monetarias de los países con el fin de profesionalizar

su manejo y maximizar los beneficios que de ellos se derivan, independiente del objetivo con el que fueron establecidos en primera instancia.

Los Fondos Soberanos en términos teóricos, pese a que no existe una sola definición al respecto, se pueden llegar a sintetizar, como aquellos activos nacionales que son destinados por el Gobierno Central, a nutrir las reservas de sus respectivos bancos centrales, para que puedan ser invertidos por esta institución en el mercado financiero en forma independiente del manejo que haga la entidad emisora de sus recursos propios. La mayoría de los países que cuentan con estos instrumentos han optado por operar estas riquezas soberanas, bajo una estrategia de inversión que se encuentre acorde con los propósitos macroeconómicos y de estabilidad financiera que han sido adoptados por el país, teniendo una visión de largo plazo en la obtención de sus resultados (Guijarro, 2008).

Lowery (2007) y Guijarro (2008) establecen diferencias respecto de la fuente de financiamiento de la cual surgen los Fondos Soberanos, identificando aquellos cuyos fondos se originan por la explotación de recursos naturales, sean estos, propiedad del Estado o que se obtengan de dividendos mediante gravámenes, impuestos o royalties. Existen también, para estos autores, aquellos fondos que surgen de la venta productos manufacturados, creándose mediante la transferencia de divisas cuando existen superávits en la balanza de pagos que superen los niveles de liquidez “adecuados” definidos por el gobierno para el correcto funcionamiento de la economía.

Ramírez y Wirth (2017), a su vez, señalan que los países ricos en recursos naturales no renovables enfrentan dos retos importantes: la volatilidad de los precios a corto plazo y la agotabilidad de los recursos a largo plazo. La principal característica que tienen los recursos de tipo no renovables, es que posee un stock que es decreciente conforme el recurso es explotado, esto quiere decir, que mientras se vayan extrayendo de la naturaleza los productos, como por ejemplo, el petróleo, minerales o gas, existe cada vez una menor disponibilidad para uso y beneficio de las generaciones venideras (Samuelson y Nordhaus, 2010), dejando en manos de las futuras generaciones los costos negativos que se encuentran asociados a la explotación industrial actual de ellos, como es el caso de los efectos contra el medio ambiente o mermas en los potenciales atractivos turísticos que el país pudiese tener. Es por ello que, al considerar el concepto de la propiedad intergeneracional y la característica de no renovación de este tipo de recursos, es que el Estado debe garantizar el pago del uso actual de las reservas físicas a través de todas las generaciones del país.

Los Fondos Soberanos basados en la explotación de recursos no renovables surgen bajo la intención de “reemplazar un activo real proveniente de la tierra que puede agotarse, por ejemplo, el petróleo o el gas, por un activo financiero, para garantizar que el patrimonio de recursos pueda repartirse de generación en generación y suavizar el consumo a lo largo del tiempo” (Arreaza et al., 2008: 14). Por lo tanto, estos fondos pueden servir, por un lado, como una herramienta de estabilización fiscal, al intentar aislar a la economía nacional de las fluctuaciones que pueden sufrir los precios de estos productos en el mercado internacional y por otro, como fuente de ahorro en tiempos de bonanzas

económicas, producto de su explotación de estos recursos de manera tal de extender sus beneficios en el tiempo.

La acumulación o ahorro de los ingresos provenientes de la explotación de recursos naturales, permite mitigar esta problemática mediante una política fiscal contra-cíclica, es decir, acumular los ingresos de exportación de estos recursos para utilizarlos en momentos de recesión, posibilitando la extensión de la riqueza asociada al recurso natural. Respecto a este último punto, los fondos soberanos actúan como un mecanismo de ahorro de estos ingresos transitorios, de recursos no renovables, para las futuras generaciones permitiendo una distribución justa de estos ingresos y no solo, una consecuencia de su actual explotación. (Ramírez y Wirth 2017; Arreaza et al., 2008).

El establecimiento de este tipo de medidas de ahorro, obedece a dos principios: primero a la necesidad que tienen las autoridades de contar con un sistema que permita “aislar” la tendencia de la economía doméstica y los respectivos presupuestos fiscales de la coyuntura mundial de los precios de los *commodities*, y en segundo lugar, como una forma de distribución de la riqueza del país, entre las distintas generaciones que allí residan. Ejemplos de estas últimas políticas redistributivas son el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y Fondo de Reservas de Pensiones (FRP) de Chile y el Fondo Permanente de Alaska.

## **Clasificaciones de los Fondos de Riqueza Soberana.**

Continuando con la definición antes indicada podemos pasar al análisis de los tipos de fondos y dependiendo de los objetivos por los cuales los Estados se deciden a diseñar sus políticas de Fondos Soberanos, estos pueden ser sujetos a ser calificados dentro de cinco categorías.

Pese a que la literatura al respecto señala a estas cinco categorías como forma de clasificación, no es menos cierto, que los fondos pueden ser elaborados bajo múltiples objetivos, y a su vez, un solo país puede elaborar varias clases de fondos con diversas finalidades, pudiendo ser estos integrados en más de una de las siguientes categorías (Guijarro, 2008; Allen et al., 2008; Damaestri, 2015):

- a. Fondos de Ahorro
- b. Fondos de Desarrollo
- c. Fondos de Estabilización Económica
- d. Fondo de Pensiones
- e. Sociedades de inversión de reservas.

### **a) Fondos de Ahorro**

Estos tipo de fondo son desarrollados principalmente por países cuyo ingreso per-cápita es elevado, y por ende, se decide ahorrar cierta cantidad de recursos para las futuras generaciones.

El principal objetivo de este tipo de fondos, es “convertir un recurso natural no renovable en una cartera de activos más diversificada y mitigar los efectos de la enfermedad holandesa” (Allen et al., 2008:5).

### **b) Fondos de Desarrollo**

Esta segunda clasificación corresponde a aquellos que se crean con la finalidad de lograr un cambio sustancial en la dotación de factores presentes en la economía, en miras de ser más competitiva en los diversos mercados internacionales. Para poder alcanzar este objetivo, el Estado efectúa un acopio de recursos financieros, los cuales, se encuentran enfocados al financiamiento y/o desarrollo de proyectos de infraestructura al interior del país, o bien, son destinados a fomentar un cambio tecnológico en las diversas modalidades que tiene el país para producir (Guijarro, 2008).

### **c) Fondos de Estabilización Económica**

Estos fondos soberanos son creado con la finalidad específica de poder aislar la evolución de la economía doméstica de los ciclos económicos, o de las turbulencias, que se puedan presentar en los mercados internacionales (Ramírez et al., 2016). Esto, considerando que las situaciones coyunturales mundiales tienen efecto directo sobre la evolución que experimentan los precios mundiales de los *commodities*, y estos a su vez, sobre la economía doméstica en todo su entramado. En este sentido, las autoridades gubernamentales tratan de establecer una política económica y de gasto fiscal que sea de carácter independiente de las coyunturas macroeconómicas que pueda estar afecto desde el plano internacional, como a nivel doméstico, que afecte a la evolución de los precios de los *commodities* que actualmente se encuentren en explotación (Abdullah et al, 2013).

#### **d) Fondos Soberanos de Pensiones**

Esta modalidad de ahorro nacional busca resguardar los fondos necesarios para poder afrontar los futuros compromisos financieros que serán asumidos por el presupuesto público en materia de beneficios sociales (retiro laboral), esto dependiendo del diseño nacional al respecto. Para lograr esto, el gobierno central destina parte del presupuesto fiscal corriente para aumentar los activos que se encuentran presentes en el fondo de pensiones, de modo que estos sean integrados o utilizados en el presupuesto fiscal, conforme los ciudadanos se acogen a los planes de retiro que el Estado tenga a su disposición. Así no afectar otras variables macroeconómicas, como podría ser una modificación sustancial a la estructura impositiva en la nación, o bien, suplir los gastos que se generan a través de gravar a quienes aún se encuentran en actividad laboral (Guijarro, 2008; Ordenes, 2009; Mitchell et al., 2008).

#### **e) Sociedades de inversión de reservas**

El objetivo de este tipo de ahorro, es reducir el costo de oportunidad de mantener reservas, maximizando las utilidades, además de evitar un incremento excesivo de la oferta monetaria de la economía nacional (Guijarro, 2008; Allen et al., 2008; Damaestri et al., 2015).

### **Capítulo 3: *Alaska Permanent Fund* (Fondo Permanente de Alaska)**

#### **Origen del Fondo**

Alaska fue establecida como el 49° Estado de los Estados Unidos de América el 3 de enero de 1953 mediante la firma de la denominada *Alaska Statehood Act* por el Presidente Dwight Eisenhower. Este Estado, desde las primeras ocupaciones efectuadas por los rusos a partir del siglo XVIII, se ha caracterizado por tener una economía que se encuentra basada principalmente en la extracción y exportación de su dotación de recursos naturales. Incluso, durante los siglos venideros, el Estado mantuvo este tipo de crecimiento, pasando por períodos de tiempo en donde un pequeño grupo de productos de tipo primario fueron la principal actividad productiva en el territorio. En el siglo XIX, la extracción de minerales, específicamente oro, y la actividad pesquera se constituyeron como industrias

basales de economía; con posterioridad, ya en la segunda mitad del siglo XX, el petróleo pasó a dominar la estrategia de desarrollo económico, posicionando al Estado de Alaska desde sus inicios como un reconocido exportador de *commodities* (APFC, 2009; Goldsmith, 2010).

La relación del Estado de Alaska con su industria petrolera se remonta al año 1968, cuando se efectuaron los primeros bombeos del hidrocarburo de los pozos que se encuentran ubicados en la bahía de Prudhoe en el lado norte del Estado. El inicio de esta nueva actividad industrial relacionada con los recursos naturales, trajo consigo un nuevo ciclo de bonanza económica para el territorio de Alaska, que se hizo presente con mayor fuerza en los años siguientes al comienzo de la exploración y extracción del crudo.

Para realizar la extracción del petróleo, el Estado de Alaska, llevó a cabo un sistema de concesión de licencias que permitían la explotación del recurso, mediante una organización de subastas de licencias que era administrado por las autoridades estatales. Estas se concretaban, a través de un proceso de adjudicación pública, donde el Estado otorgaba o vendía permisos a empresas privadas para poder hacer uso de las fuentes petrolíferas presentes en el territorio, lo que significaba recursos financieros que ingresaban en forma directa a las arcas estatales.

En la primera fase de explotación del recurso, se mantuvo un constante flujo de recursos financieros provenientes en casi su totalidad de los procesos de subastas de las licencias de explotación, los cuales, llegaron incluso a empujarse a los US\$ 900 millones de dólares<sup>5</sup> anuales incrementando en forma considerable los recursos disponibles para ser utilizados por las autoridades (Goldsmith, 2002). En la otra arista de las arcas públicas, se encuentran los presupuestos estatales antes del boom petrolero, los que apenas alcanzaban los US\$ 100 millones de dólares anuales, generando a partir de principios de la década de los sesentas constantes superávits presupuestarios.

Estos constantes superávits estatales, significaron el aumento del gasto corriente del gobierno local, el cual, estuvo relacionado principalmente al emprendimiento de cuantiosos proyectos de inversión en infraestructura pública, como es el caso de carreteras, servicios públicos, entre otros (Frasca y Wohlforth 2007). Es así, como entre los años 1961 y 1981, denominados “la bonanza petrolera”, el presupuesto del Estado de Alaska se incrementó a una tasa media anual de un 22%, perfilándose un gasto cercano a los 3 billones de dólares a comienzos de la década de los ochenta.

Los recursos que financiaron el creciente presupuesto estatal, provenía en esencia de la actividad petrolera, significando en el año 1980 cerca del 90% de los ingresos totales del Estado. Para lograr revertir esta alta dependencia financiera de la actividad, es que las autoridades diseñaron una serie de políticas, todas ellas tendientes a disminuir la alta

---

<sup>5</sup> Los US\$ 900 millones de dólares, se obtuvieron solo durante el año 1969 mediante la subasta de explotación de la bahía de Prudhoe, los que fueron rápidamente gastados por el gobierno de la época. Sería este hecho lo que motivó más tarde a la creación de un fondo de características permanentes (APFC, 2009; Goldsmith, 2002).

vinculación de las cuentas fiscales a la industria petrolera. Estas han logrado bajar esta alta dependencia en los últimos años, sin embargo, la disminución ha sido de tipo marginal, considerando que para el año 2002 la recaudación estatal proveniente del hidrocarburo se encontraba entre 65% a un 70% del total de los ingresos (Anderson, 2002).

## **Evolución e Institucionalidad del Fondo**

El manejo de los presupuestos públicos anuales, como de aquellos ingresos provenientes de la venta de licencias de exploración y explotación de petróleo, no tuvieron un manejo coherente que tuviese características de sustentabilidad a largo plazo. De hecho, para el año 1976, ya se habían utilizado la mayor parte de los ingresos estatales generados por las subastas de licencias que habían sido recaudados en la primera fase del proceso (Frasca et al., 2007). Este descalce entre los ingresos no permanentes y los gastos corrientes incrementales, contradecía lo dispuesto en el Acta de Constitución del Estado de Alaska, la cual, en su artículo VIII sección 2 establece:

“la legislación está para proveer la utilización, preservación y conservación de todos los recursos pertenecientes al Estado, incluyendo los campos y las aguas con el fin de maximizar los beneficios de las personas”.

La dicotomía entre lo establecido en el Acta Constitucional y el manejo de los flujos financieros provenientes de la industria petrolera, llevó a que en el año 1976 el gobernador Jay Hammond propusiera una enmienda constitucional tendiente a resguardar los recursos derivados del petróleo de tipo no permanente para las generaciones venideras, la cual, con prontitud fue aprobada con dos tercios de los votos del cuerpo legislativo (Goldsmith, 2002; Frasca et al., 2007).

En esta enmienda constitucional, se establece que el 25% de los recursos financieros que son recaudados por el Estado y que sean provenientes de la explotación de las reservas naturales de tipo no renovables, como es el caso de los *royalties* a la explotación, licencias mineras, procedimientos de venta de *royalties*, pago por reservas minerales federales o bonos recibidos por el Estado, serán depositados en un fondo con características permanentes, estableciendo además, que el Fondo debe ser administrado por una entidad distinta y autónoma al gobierno federal, la cual, invertirá los recursos presentes mediante parámetros que hayan sido previamente establecidos en la ley (APFC, 2009; Anderson, 2002; Goldsmith, 2002; Hsieh, 2003).

Los argumentos bajo los cuales se constituyó el fondo tuvieron tres líneas de razonamiento (APFC, 2009):

- En primer lugar, la necesidad de las autoridades de crear una base de inversiones que permita la generación de rentas a futuro, de tal manera, de poder hacer frente a aquellos gastos del Estado que se generen al largo plazo, esto, independiente del consumo presente que se realice de las reservas naturales;
- En segundo lugar, la necesidad de instauración de un fondo que permita recortar significativamente los recursos financieros disponibles para el presupuesto del Estado, reduciendo de esta manera la posibilidad o el riesgo de volver a tener un período en donde se incrementara excesivamente el gasto por parte del gobierno local, lo que genera distorsiones económicas ya vivenciadas por el Estado de Alaska;
- Finalmente, el tercer argumento sostenía que, la adopción de este tipo de política de reservas transforma la característica de recurso no renovable, el petróleo, a un producto de tipo renovable, asegurando de esta forma el pago del uso de la riqueza a lo largo de las futuras generaciones presentes en el territorio de Alaska.

Es así como en el año 1977 el Fondo Permanente recibe su primer depósito de USD 734 mil provenientes de ingresos petroleros. Una vez creado el fondo, los diferentes actores sociales se abocaron a debatir acerca del destino de los recursos que se estaban acumulando, es así, como durante los tres años siguientes de la creación del Fondo, se abordaron las dos posibilidades de uso de los dineros presentes en el mismo:

- Por un lado, se encontraba la propuesta de utilizar las reservas financieras acumuladas para potenciar el desarrollo y diversificación económica del Estado, mediante el apoyo a las iniciativas privadas y el emprendimiento empresarial, de modo, de hacer de Alaska un territorio que fuese menos dependiente de la explotación del petróleo;
- En otra posición se encontraban aquellos que abogaban por la transformación de las reservas en un fideicomiso de tipo intergeneracional, argumentando que los recursos petroleros son de propiedad de todos los habitantes del Estado, incluso de aquellos que aún no han nacido, por lo cual, los beneficios que de ellos se derivan no sólo debían ser aprovechados por la generación de ciudadanos que los explota en la actualidad, sino que ellos deben ser repartidos entre todas las generaciones que vivan en el Estado de Alaska (APFC, 2009; Anderson, 2002).

En el año 1980 se zanjó la discusión del uso de los recursos, optando por la modalidad intergeneracional del Fondo, para lo cual, se determinaron las siguientes tres directrices (Frasca et al., 2007):



1. El Fondo debe proveer la conservación de una porción de los ingresos estatales provenientes de los recursos naturales para que este sea distribuido a través de todas las generaciones de habitantes de Alaska;
2. El objetivo del Fondo es mantener a resguardo el capital principal, tratando de maximizar el retorno de este;
3. El Fondo debe ser usado con un manejo de los ahorros presentes de modo de maximizar el propósito final del uso de los recursos, el cual es determinado por ley.

Si bien, en la enmienda constitucional no se establece la modalidad bajo la cual se invertirán los recursos financieros presentes en el Fondo, sí establece el mandato primario de mantener a salvo el capital principal, teniendo como segundo objetivo, el maximizar los retornos de los recursos acumulados. Para ello, establece que el organismo que se encuentre encargado del manejo de los capitales públicos, debe hacerlo de manera “prudencial” de modo de poder cumplir los dos mandatos anteriores (Goldsmith, 2002; Hsieh, 2003).

Posteriormente, se propuso que los excedentes derivados de las inversiones que generaba el Fondo fuesen pagados como dividendo a cada uno de los ciudadanos del Estado de Alaska, bajo la misma modalidad operativa de un fondo de inversión de carácter privado. De esta forma, se buscaba resguardar de un posible manejo político de los recursos provenientes del petróleo o aquellos que ya se encuentran presentes en el Fondo. Esta idea de entrega de dividendos por fondos de reservas de un Estado es lo que distingue a este tipo de política de la del resto de los fondos soberanos, considerando que es la única que establece un sistema de reparto de excedentes en el mundo, dado que la gran parte de los tenedores de este tipo de instrumentos de inversión fiscales, los utilizan con una finalidad determinada y acotada a programas de estabilización, pensiones o desarrollo, siempre con un uso fiscal de aquellos recursos que han sido acumulados.

En el año 1982, luego de haber materializado la primera entrega de dividendos a la población correspondientes al 100% de las utilidades generadas por el Fondo, se adoptó una nueva legislación tendiente a aumentar constantemente el capital principal del Fondo, en donde, del total de los retornos se divadiesen en dos grupos iguales.

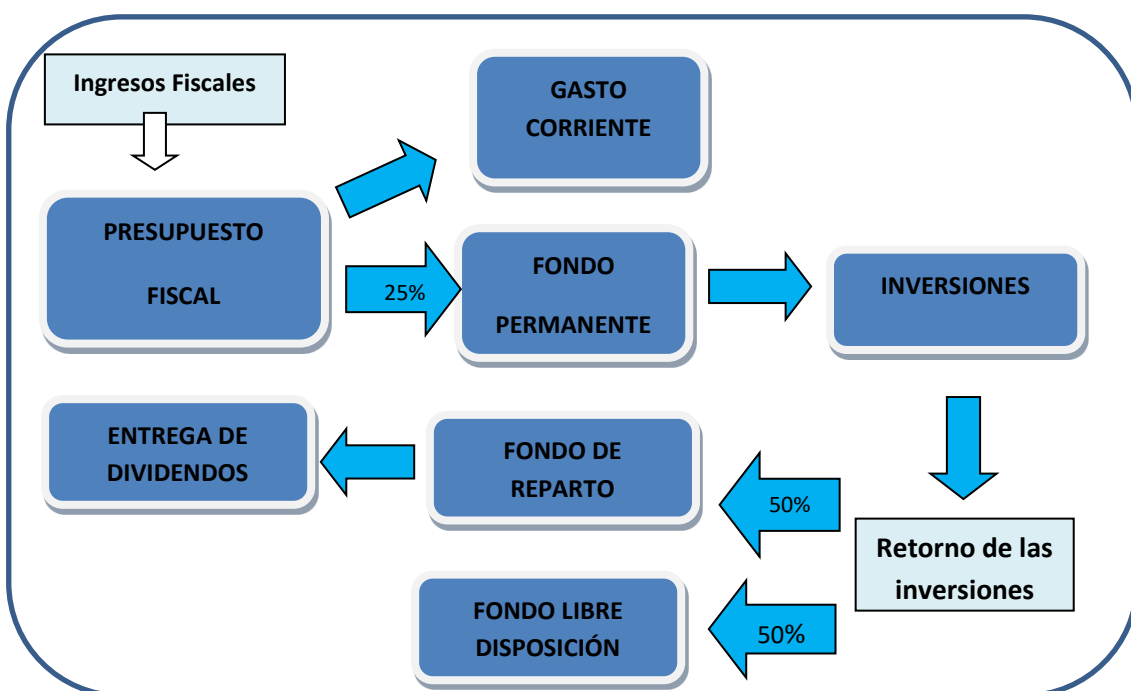
En esta modificación legal, se contempló solo la entrega del 50% de las rentas que son emanadas de las inversiones del Fondo, a la población mediante el sistema de prorratio a la usanza de un fondo privado de inversiones, mientras que el 50% restante de las utilidades se destina a un fondo de libre disposición de uso discrecional por parte de las autoridades y la población. Sin embargo, este último posee una restricción de uso, la cual, está dirigida a suplir la pérdida del valor real del fondo principal como consecuencia de la variación en la inflación doméstica. El diferencial monetario entre el 50% de las

utilidades y la pérdida de valor real del fondo es de libre disposición, aunque esta libertad se encuentra acotada a enfrentar futuros procesos de inflación o baja rentabilidad del fondo en un año en particular, o para capitalizar el fondo principal, efectuándose esta decisión año tras año según la metodología de cálculo de entrega de dividendos. En la práctica, el destino de los denominados remanentes de “coyuntura”, utilizada desde 1987, ha sido el de incremento del pozo principal mediante la capitalización directa del *Alaska Permanent Fund*, recursos que pasan a ser parte integrante del fondo bajo las mismas características de uso y manejo (Anderson, 2002; Hsieh, 2003; Goldsmith, 2001, 2002).

Para la repartición de los dividendos originados de las inversiones, se utiliza una modalidad de cálculo de entrega similar a la de un fondo privado, la que consiste en la obtención del promedio de la rentabilidad del fondo principal durante los últimos cinco años, cantidad de dinero que es prorrateada entre todos los ciudadanos del Estado de Alaska que se encuentren viviendo por lo menos durante los últimos doce meses en el territorio. En el caso de los habitantes provenientes de otros países que deseen participar del sistema de reparto, les resulta necesario el haber aprobado el examen de ciudadanía para poder recibir los dividendos derivados del Fondo Permanente de Alaska. Las personas que califican para obtener participación de los dividendos derivados del Fondo Permanente reciben cada año un cheque por el monto correspondiente al período, por lo tanto, cada recién nacido, niño, joven o anciano del Estado, recibe la misma cantidad de dinero por concepto de rentabilidad del Fondo (Hsieh, 2003).

La figura 1, grafica en términos simples el funcionamiento del *Alaska Permanent Fund*, en cuanto a su estructura operacional.

Figura 1. Esquema de funcionamiento del fondo permanente de Alaska



Fuente: Elaboración propia.

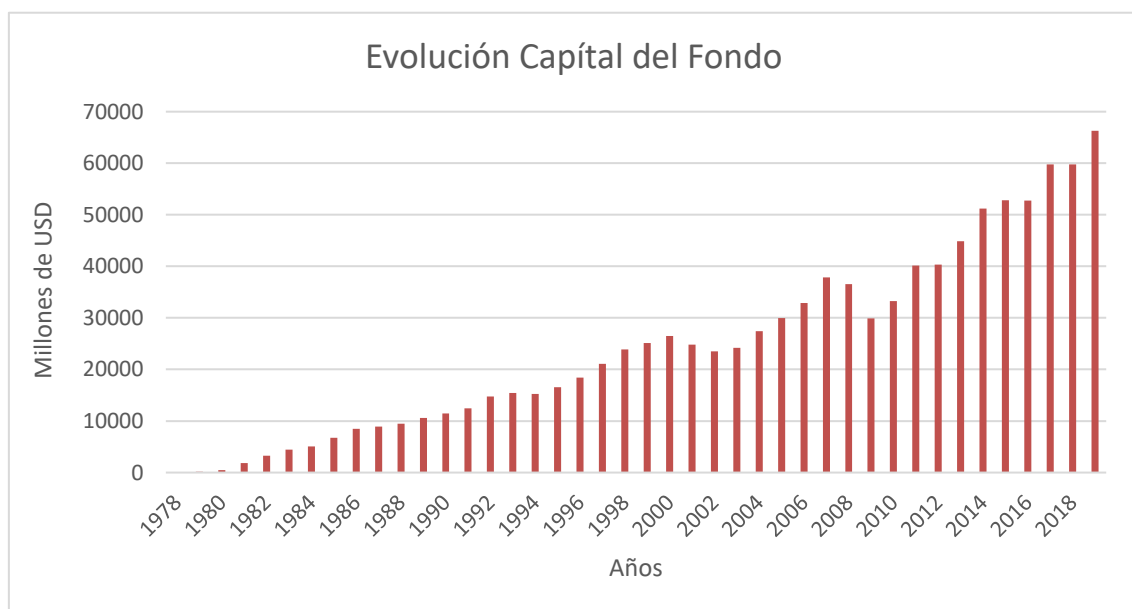
El capital del Fondo ha evolucionado favorablemente a lo largo de los años y su capital principal muestra un significativo aumento. Ya para el año 1993, el Fondo había alcanzado un valor de USD 15.000 millones, y para el año 1998, por primera vez en su historia, las ganancias del Fondo superan los ingresos petroleros, con un valor de mercado para finales ese año de USD 25.000 millones (APFC, 2020).

Para el año 2002, producto de la tendencia del mercado financiero, el fondo presenta rendimientos negativos que terminan repercutiendo en el valor de este, ya para el año 2004 comienza su recuperación, culminando el año 2006 con un aumento de USD 5.000 millones (APFC, 2020).

Una vez superada la crisis a nivel mundial del año 2008, el Fondo ha mantenido su tendencia de alza en su valor, alcanzado valores cercanos a los USD 66.000 millones de dólares para el año 2019 (APFC, 2020). La evolución que ha presentado el capital del fondo a lo largo de su historia se puede apreciar en el gráfico 1.

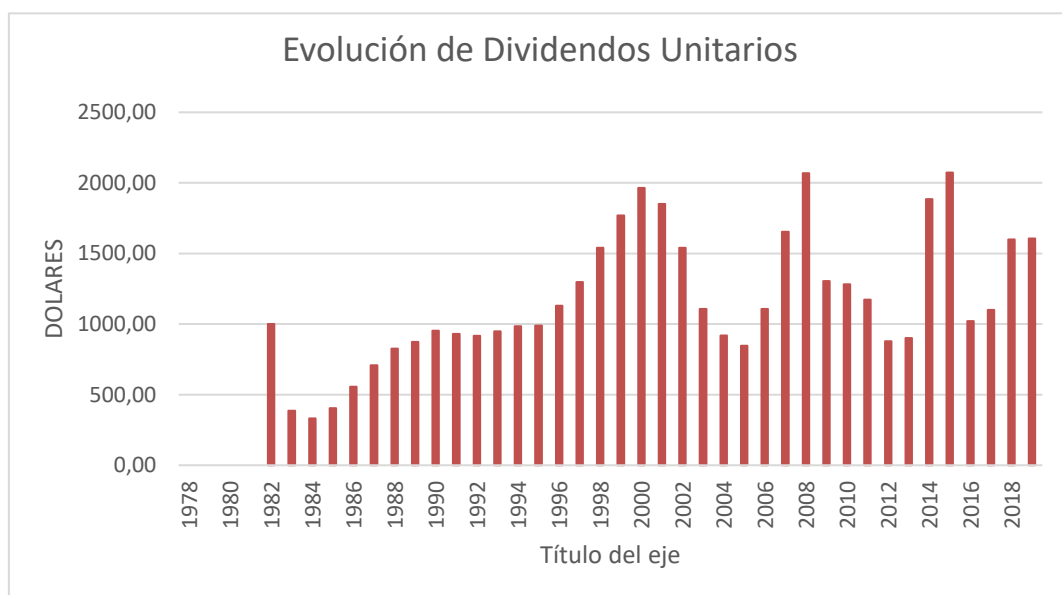
En cuanto a los dividendos entregados a la población, recordemos comenzaron a ser entregados a partir del año 1982, esta primera repartición ascendió a un monto de USD 1.000, para cada cuidado que cumpliera con los requisitos establecidos, estos han fluctuado a lo largo de la historia del Fondo, ya que dependen del retorno de las inversiones. La evolución, en cuanto al monto entregado, de los dividendos repartidos a la población se muestran en el gráfico 2.

Gráfico 1: Evolución del Capital del *Alaska Permanent Fund*.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en APFC.

Gráfico 2: Evolución del monto de los dividendos entregados a la población.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en APFC.

### Evaluación de los modelos de fondos soberanos.

El objetivo de este apartado es someter a evaluación el *Alaska Permanent Fund*, de tal forma de determinar las variables que inciden en el monto de la capitalización de este, y así poder responder la interrogante que motivó la investigación.

Este mismo método de evaluación se aplicará luego, en el capítulo 4, al FEES, con el objetivo de vislumbrar si esta política ha seguido un rumbo similar al caso de Alaska.

Debido a que los diseños desarrollados por los casos de estudio para cada una de sus políticas es particular en cuanto a la naturaleza del recurso basal bajo los cuales fueron establecidos, y que responden a condiciones particulares de cada territorio, es que las variables asociadas a estos fondos difieren según la política estudiada. Las variables establecidas para la evaluación de cada una de ellas, son aquellas que en teoría tiene mayor impacto para el capital del fondo, de manera de poder determinar las que efectivamente tienen relevancia para la sostenibilidad del fondo en el largo plazo.

Para llevar a cabo esta evaluación, ambas políticas serán sometidas una prueba de correlación mediante el coeficiente de correlación de Pearson, para lograr identificar aquellas variables que tienen mayor relación con el capital de cada uno de los fondos.

La elección de este método de evaluación responde esencialmente a que el coeficiente de corrección de Pearson<sup>6</sup> es un índice de fácil ejecución y de fácil interpretación, lo que permitirá identificar de forma simple aquellas variables que inciden o no en el capital de ambos fondos.

El coeficiente de correlación de Pearson permite identificar la existencia de relación, fortaleza y dirección entre dos variables continuas, esto mediante la obtención del coeficiente de correlación (R) el que puede tomar valores entre 0 y 1 (Suárez, 2011).

Es decir,  $0 \leq R \leq 1$

La fuerza o magnitud de la relación entre las variables está dada por el valor numérico, mientras más cercano a 1 mayor será la relación entre ellas. El signo de la correlación indica, por su parte la dirección de esta relación, es decir, relación positiva o negativa (Suárez, 2011).

Luego de haber calculado el coeficiente de correlación, se debe determinar si tal valor obtenido muestra que las variables están relacionadas en realidad o tan solo presenta dicha relación por azar. Cuando la significación es menor a 0,05 se dice que existe una relación significativa a un 95% de confianza.

### **Evaluación del *Alaska Permanent Fund* de Alaska**

Para la evaluación del *Alaska Permanente Fund*, se realizará un análisis de la evolución del capital principal conforme a las siguientes variables, las que tienen una periodicidad anual que comprende entre los años 1978 hasta el 2019. Los resultados de esta evaluación de correlaciones se muestran en la tabla 1.

**Capital (K):** corresponde a la valoración nominal internacional del *Alaska Permanent Fund* expresado en millones de dólares americanos. Estos datos fueron obtenidos desde la base de datos oficial del Fondo.

**Intereses por Inversión (I):** Variable correspondiente a los retornos de las inversiones de capital efectuadas con el pozo principal del Fondo en el mercado financiero internacional, que han sido denominados en millones de dólares americanos. Las cifras

---

<sup>6</sup> En primera instancia se había pensado en hacer un modelo de regresión sin embargo, dada la cantidad de observaciones para el caso de Alaska, al considerar los datos de forma anual se tienen 42 observaciones, se descartó ya que se considera un modelo de predicción representativo y preciso cuando la muestra cuenta con un mínimo de 50 observaciones (Green, 2010).

en cuestión fueron extraídas desde las bases de datos oficiales del *Alaska Permanent Fund Corporation*.

**Dividendo Unitario (DU):** Corresponde al dividendo obtenido por cada ciudadano del Estado de Alaska con derecho a recibirlo y que haya efectuado la aplicación para su recibimiento a la Corporación, la que ha sido denominada en dólares americanos. Estos datos fueron obtenidos de los informes oficiales del *Permanent Fund Dividend Division*.

**Precio del Petróleo (PREP):** Esta variable se encuentra constituida por el valor promedio nominal de petróleo en el mercado internacional, denominado en dólares americanos por barril. Esta información fue obtenida desde la base de datos oficiales del Banco Central de Chile.

**Transferencias Fiscales (TF):** Esta variable corresponde a las transferencias efectuadas desde el presupuesto fiscal al fondo permanente según la normativa vigente que regula las transacciones. Datos obtenidos desde *Alaska Permanent Fund Corporation*.

**Producción de Petróleo (PRO):** Esta variable indica las extracciones del hidrocarburo en el territorio de Alaska, que ha sido medido en miles de barriles de crudo. Esta cifra es entregada por el departamento de estadísticas del Estado de Alaska a través de su base de datos oficial.

Tabla 1: Resultado de las correlaciones para el *Alaska Permanent Fund*.

|      | K        | I      | DU     | PREP   | TF     | PRO |
|------|----------|--------|--------|--------|--------|-----|
| K    | 1        |        |        |        |        |     |
| I    | 0,771**  | 1      |        |        |        |     |
| DU   | 0,672**  | 0,471  | 1      |        |        |     |
| PREP | 0,670**  | 0,408  | 0,343  | 1      |        |     |
| TF   | 0,499*   | 0,208  | 0,319  | 0,888  | 1      |     |
| PRO  | -0,850** | -0,552 | -0,529 | -0,745 | -0,518 | 1   |

\*\* Correlación significativa a un nivel de 0,01 / \* correlación significativa a un nivel de 0.05

Al efectuar el análisis de correlaciones de las variables respecto al capital del Fondo, se puede observar:

- La relación más importante del Capital del Fondo (K) se da con la Producción de Petróleo (PRO) sin embargo es negativa. Esto se explica, por el constante crecimiento del Fondo, a pesar que la producción del hidrocarburo ha ido disminuyendo desde 1988 en adelante, según las fuentes antes señaladas. Esta disminución en la producción del recurso natural, no ha afectado el aumento del capital del Fondo, por lo demás, esta variable muestra a su vez una fuerte relación con el Precio del Petróleo (PREP).
- Alta vinculación positiva del Capital del Fondo (K) con el retorno de las inversiones (I), lo que se traduce que a medida que aumenta el retorno de las inversiones el capital del fondo también aumentara, esto puede ser explicado, dada la metodología de funcionamiento de este fondo, ya que el 50% del retorno de inversiones (de libre disposición) en general es abonado al fondo principal. Dado este resultado, nos lleva a inferir que el capital del fondo se ha vuelto auto sustentable en el tiempo, asegurando su permanencia en el tiempo más allá de la existencia del petróleo.
- Alta relación positiva con los dividendos unitarios (DU). Esta relación puede ser entendida que a mayor monto en el capital del fondo, un capital mayor será invertido y por ende se podrían obtener mayores rentas de él. Al depender el dividendo unitario del retorno de las inversiones, a mayor retorno mayor en el monto entregado a cada ciudadano.
- Tienen relación positiva también pero de menor valor las transferencias fiscales, este resultado pone en manifiesto que el aporte realizado al capital del fondo vía transferencia directa por la explotación de los recursos naturales del Estado no es primordial para la subsistencia del fondo, ya que como se indicó, la mayor relación de este es con el retorno de las inversiones, lo que nos permite confirmar lo expresado anteriormente, que el fondo de Alaska es auto sustentable en el tiempo.

Dados estos resultados, se puede llegar a determinar, que el capital del *Alaska Permanent Fund*, es auto sustentable en el tiempo, así lo demuestran los resultados en las correlaciones, logrando superar la dependencia del recurso natural que lo originó. Los resultados demuestran que, a pesar que la relación más fuerte del capital del fondo se da con la producción de petróleo (negativa), esta no ha logrado afectar la evolución positiva que ha demostrado tener el Fondo, ya en 1998 las ganancias de este superaron la recaudación por la explotación de petróleo. La segunda relación más fuerte es con el retorno de las inversiones, lo que sumado, a la baja relación con las transferencias fiscales efectuadas para capitalizar el fondo por concepto de explotación de recursos naturales, es

decir, la recaudación por la explotación de petróleo está contenida en este aporte, se puede concluir que el *Alaska Permanent Fund*, ya no depende del recurso natural que lo originó para su permanencia en el tiempo, siempre que mantenga la actual estructura de capitalización. Dado lo anterior, se puede determinar por un lado, que el Fondo cumple con el objetivo de distribución intergeneracional en los recursos, propuesto en el establecimiento de esta política de ahorro y por otro lado permite comprobar la hipótesis que guía este estudio.

En cuanto a los dividendos entregados a la población, al ser el capital del Fondo sostenible en el largo plazo, este sistema de reparto a la población puede ser mantenida en el tiempo.

## **Capítulo 4: El Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile**

### **Origen del Fondo**

Los primeros antecedentes de la creación de fondos soberanos en Chile se remontan al año 1986, cuando el gobierno, en conjunto con el Banco Mundial, elaboraron un sistema por el cual, el fisco pudiese asegurar los recursos necesarios para hacer frente a aquellos gastos presupuestados por el Gobierno Central, y que tuviesen la particularidad de estar denominados y ejecutados en moneda extranjera (Fontaine, 1990).

Es así como el Estado chileno para generar las condiciones de operación de la política de acumulación de recursos, creó un fondo de reservas en el Banco Central de Chile. Este nuevo sistema de ahorro-gasto inserto dentro de la política fiscal poseía dos componentes esenciales. Por un lado, este fondo era operacionalizado en función del precio de largo plazo del principal producto de exportación, el cobre, valores que eran determinados por el Banco Mundial año tras año. Y como segunda particularidad, poseía una vinculación con el presupuesto nacional también en función del cálculo de los precios de largo plazo del metal rojo (Arellano, 2006).

Este sistema fiscal de acumulación de reservas se concretó en el mes de enero de 1986 con la creación del “Fondo de Compensación del Cobre” o “Fondo de Estabilización del Cobre”.

Tras veinte años de permanencia del Fondo de Compensación del Cobre en el año 2006, bajo la presidencia de Ricardo Lagos (2000-2006), se pone término al sistema creado por el Gobierno de Chile en conjunto con el Banco Mundial. El fin de esta primera etapa de manejo de las cuentas fiscales vinculado a variables de largo plazo, se efectúa con la promulgación de la Ley 20.128, la que fue denominada como la “Ley de Responsabilidad



Fiscal”. Este nuevo cuerpo legal viene a sustituir el antiguo Fondo de Estabilización, su metodología de operación, considera la creación de dos fondos de reservas integrados al presupuesto nacional, de modo de poder hacer frente al nuevo diseño de la política fiscal y social asumida con anterioridad por el Estado de Chile.

El primero de estos dos fondos soberanos, corresponde al denominado “Fondo de Reservas de Pensiones” (FRP), el cual fue creado el 26 diciembre del 2006 según lo dispuesto en la misma Ley de Responsabilidad Fiscal.

Este nuevo programa de manejo económico contó con un aporte de capital inicial que ascendió a 604.5 millones de dólares, los cuales, fueron invertidos en el Banco Central de Chile bajo la modalidad de un depósito a plazo duradero hasta el 27 de marzo del siguiente año. Una vez finalizado el período del depósito, estos recursos pasaron a ser administrados íntegramente por el instituto emisor según lo dispuesto en el Decreto Supremo 1.383. Posteriormente, en el mes de mayo del mismo año, el Gobierno de Chile efectúa una segunda capitalización al fondo de pensiones que ya estaba siendo administrado por la autoridad monetaria, correspondiente esta vez a la suma de 736.4 millones de dólares, monto que se encontraba previamente comprometido en la Ley 20.128 (Dipres, 2008).

La otra iniciativa de ahorro que fue establecida al alero de la Ley de Responsabilidad Fiscal corresponde al “Fondo de Estabilización Económica y Social” (FEES). Esta nueva política estatal se establece el 6 de marzo del año 2007 conforme a lo dictado por el Decreto con Fuerza de Ley N° 1 del 11 de diciembre del 2006 (Dipres, 2007; Diario Oficial, 2007). Este nuevo fondo de manejo macroeconómico viene a reemplazar a lo establecido en el año 1986 con el “Fondo de Estabilización del Cobre”. En este sentido, se vinculan o refunden ambas iniciativas financieras intertemporáneas, teniendo en lo fundamental, nociones conjuntas o similitudes en cuanto a la finalidad bajo la cual fueron concebidas ambas políticas por parte del Gobierno Central y en el manejo de ambas políticas fiscales. Es por ello, que US\$ 2.563 millones de dólares de los US\$ 2.580 millones de aporte inicial que fueron integrados en el nuevo fondo provinieron de aquellos capitales que habían sido acumulados hasta la fecha por el antiguo “Fondo de Estabilización del Cobre” (Dipres, 2007).

Sin embargo, pese a ser ambos fondos creados por el mismo cuerpo legal, su modalidad de constitución posee una dinámica distinta. Es por ello, que, a diferencia de lo sucedido con el fondo de reservas de pensiones, en cuanto al destino de los aportes iniciales, el de Estabilización Económica y Social, los recursos fueron aportados en una cuenta especial de la Tesorería General de la República, los que posteriormente pasaron a ser administrados en forma inmediata por parte del Banco Central mediante el programa de capitalización del instituto emisor efectuada por el Gobierno Central.

El origen de los recursos destinados a la capitalización de ambos fondos, quedó establecido en la misma Ley de Responsabilidad Fiscal, en donde el concepto de los superávits fiscales efectivos juega un rol central en la nueva política de manejo de las

cuentas públicas. En este sentido, se estableció que el sistema para capitalizar los fondos se basara en los excedentes presupuestarios de la nación, o sea, que el superávit efectivo generado en las cuentas del fisco fuera destinado a aumentar los disponibles de ambos fondos. Sin embargo, estas capitalizaciones anuales no podrían superar el 0,5% del producto interno bruto del año anterior. No obstante de aquello, se estableció una restricción adicional de esta metodología para el caso del Fondo de Estabilización, la cual, contempla un lapso de cinco años para utilizar esta modalidad de capitalización del Fondo.

Para el caso del Fondo de Reservas de Pensiones, se estableció una dinámica distinta, en donde se concordó una metodología basada en un mínimo de aportes a enterar hacia el Fondo, el cual corresponde a un 0,2% del PIB del año anterior. Este monto destinado a capitalizar el fondo de pensiones debe ser cubierto con recursos corrientes provenientes del Fisco, siempre y cuando el superávit efectivo no alcanzase el mínimo establecido en la legislación. Adicional a esta forma de capitalización, los dividendos provenientes del manejo financiero de los recursos presentes en el fondo serán integrados año a año por parte del Banco Central para acrecentar los recursos destinados a financiar la mayor carga financiera al presupuesto nacional derivado del aumento de los requerimientos de las pensiones que se proyecta tener a futuro (Ley 20.128, 2006; Engel, Marcel y Meller, 2007).

## **Institucionalidad**

Parte importante de esta nueva política de fondos soberanos de uso intertemporal se perfila desde el año 2001, cuando el Gobierno de Chile asume una conducción de su política fiscal sobre la base de una regla preanunciada que consiste en la generación de un superávit estructural en el presupuesto del Gobierno Central que equivale al 1% del producto interno bruto anual. Es así, que se utiliza un balance estructural que aísla los efectos cíclicos y/o temporales de tres variables claves que influyen en forma directa en la recaudación fiscal y la proyección del presupuesto, como es el caso de la actividad económica, el precio del cobre y del molibdeno (Engel, Marcel y Meller, 2007; Ordenes, 2009).

En esta nueva conducción de las cuentas fiscales, se estableció la elaboración de los presupuestos anuales del gobierno tomando en cuenta los tres aspectos de mayor influencia en la disponibilidad de recursos financieros para el erario público, de modo de poder efectuar una separación entre lo económicamente coyuntural de aquellas variables de corte más permanente. En este sentido, se estableció que estos tres ejes de convergencia lo constituyeran el precio del cobre, el valor del molibdeno y el crecimiento del PIB de tendencia.

Para lograr este propósito de separación de lo coyuntural de lo permanente, se calcula y diseña el presupuesto anual del gobierno con una proyección del crecimiento de la economía, e indicadores de precios de largo plazo tanto para el cobre como del molibdeno, siendo los dos primeros los que tienen mayor incidencia en el nivel de ingreso estructural del Fisco anualmente.

El gasto público puede ser determinado según la siguiente fórmula, considerando la meta de superávit establecida:

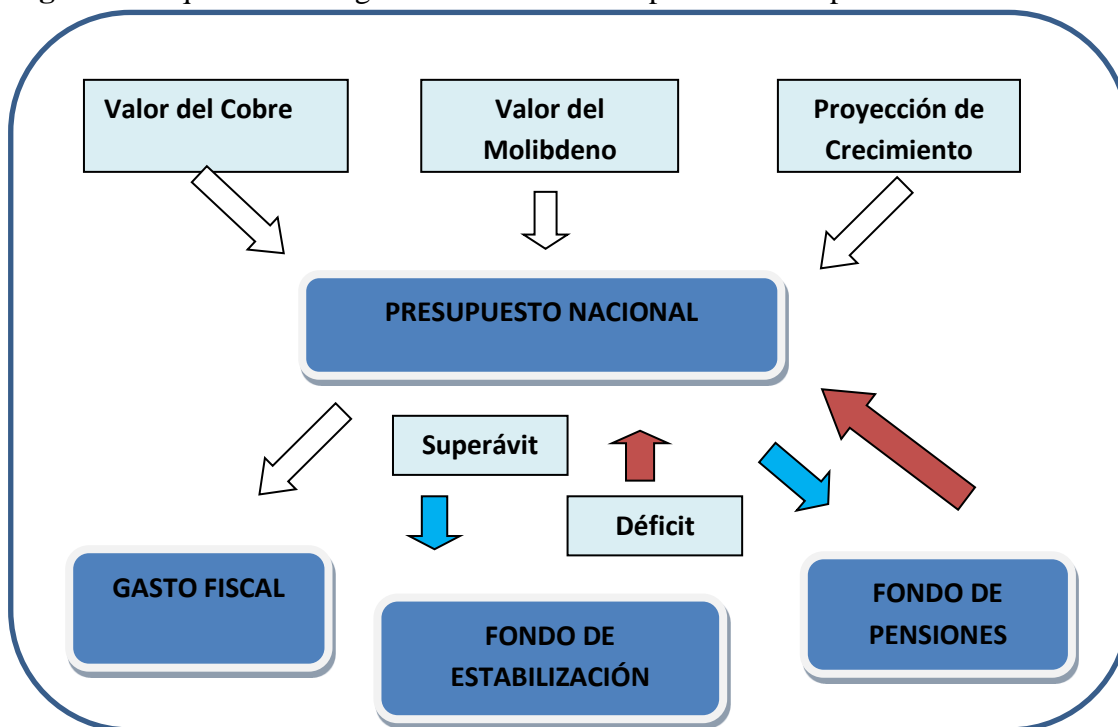
$$\text{Ingreso Estructural} - \text{Gasto Fiscal} = 1 \% \text{ del PIB}$$

Con este nuevo sistema de construcción presupuestaria, se busca una ejecución contracíclica de las cuentas nacionales como forma de estabilización económica. Esto significa en términos concretos, el ahorrar aquellos recursos excedentes que son recaudados por las arcas fiscales cuando el precio de los metales es mayor al de largo plazo y el crecimiento de la nación así lo posibilite, y hacer uso de estos fondos disponibles mediante su integración al presupuesto de la Nación, cuando el valor se encuentre por debajo de ese precio de referencia, o bien, el contexto económico nacional así lo amerite, situación que resulta similar a lo establecido en el Fondo de Estabilización del Cobre en la década de los ochenta, aunque de modo de actuar más integral y de mayor magnitud dentro del presupuesto anual del país (Velasco et al., 2007).

En este sentido, al conjugarse las variables resultantes en la elaboración y posterior ejecución del presupuesto fiscal, incluyendo los egresos comprometidos por ley destinados a la capitalización del Fondo de Reserva de Pensiones, el superávit fiscal efectivo resultante de la operación corriente se procede a capitalizar o utilizar los recursos presentes en el Fondo de Estabilización Económica y Social.

En la figura 2, que se muestra a continuación, se grafica la operatividad e integración de la política fiscal, mediante la regla de superávit, con el FEES y su capitalización.

**Figura 2.** Esquema de integración del Fondo a la política fiscal para el caso de Chile.



*Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda.*

La adopción de la meta del superávit estructural del 1% del producto interno bruto que se realiza por parte de las autoridades, no fue de tipo aleatorio en la determinación de su porcentaje, sino más bien, tuvo en su diseño basal la consideración de cuatro factores que incidieron para la toma de la decisión acerca del valor mínimo de superávit óptimo dentro de la política:

- El primero de estos cuatro factores, consistió en el análisis financiero del Banco Central. Para ello, se sometió a un escrutinio por parte de las autoridades gubernamentales el patrimonio y los resultados de las operaciones propias del instituto emisor, encontrando grandes descalces en los balances de la autoridad monetaria. Los descalces presentes en los balances del instituto emisor eran arrastrados desde la denominada crisis de la deuda que afectó a la región en su conjunto, y que se presentó con una mayor intensidad en la economía chilena en año 1982. Esta situación obligó a las autoridades de gobierno, a través del Banco Central, a efectuar una fuerte intervención el sector financiero como forma de salvar el sistema económico en su conjunto. Estos planes de salvataje destinados a las instituciones bancarias privadas fueron posibles de ser financiados mediante el endeudamiento que el instituto emisor tuvo que asumir a su costo patrimonial. Adicional a esta medida de rescate, la autoridad monetaria adquirió la denominada cartera “mala” o impaga de los bancos comerciales, contrayendo estos como instituciones garantes de los créditos incobrables una deuda con el Banco Central,

la que sería pagadera con las utilidades futuras generadas por las empresas bancarias privadas durante sus operaciones normales, compromisos financieros que se conoce hasta la actualidad como la deuda subordinada (Vergara, 1996; Barandiarán y Hernández, 1999; Valdés, 1988).

- El segundo aspecto a considerar son los Pasivos Contingentes del Estado. En este aspecto, los beneficios asociados a la pensión mínima al momento de acogerse a los programas de jubilación disponibles en el actual sistema de capitalización individual, o en el caso de las pensiones asistenciales a aquellas personas mayores de 65 en situación de pobreza y que no cuenten con otro tipo de sistema de pensiones, son asumidos en forma solidaria por el Estado a cargo del presupuesto público. Estos tienen un costo incremental para el Fisco de cerca de un 1.4% del PIB hacia el año 2030, lo que constituye un gran pasivo y presión a las cuentas fiscales. Por otro lado, en la década de los noventa, para hacer frente al deterioro de la infraestructura nacional y efectuar un proceso de renovación de la misma, es que el gobierno crea un sistema de concesiones por el cual, los privados asumen la construcción de las obras públicas bajo el esquema de garantías estatales, las que se adjudican previo concurso de licitación a ellas. Este sistema de concesiones, establece que todas aquellas obras ejecutadas al amparo de esta Ley o del decreto supremo N° 900 del Ministerio de Obras Públicas poseen un nivel mínimo de ingresos para las empresas concesionarias, los cuales, son medidos en unidades de fomento y que son garantizados por el Estado. En este sentido, si la concesionaria obtiene durante la operación normal de la explotación de la obra, un ingreso menor al mínimo establecido, el gobierno debe completar el pago de los diferenciales que se produjesen en las rentas de las empresas de modo de alcanzar el mínimo a enterar, lo que significaba al año 2006 más de US\$ 5.000 millones de dólares de pasivos para el Estado en garantías derivadas de los proyectos de concesión a lo largo del país, valores que se incrementa cada vez que se diseña y adjudica un nuevo proyecto bajo esta modalidad de construcción pública.
  
- Un tercer aspecto considerado en la nueva política, lo constituyeron lo que se denomina los Otros Pasivos Contingentes del Estado. En este ítem de pasivos del Gobierno Central lo constituyen en primer lugar, las obligaciones emanadas de la Ley 20.027 sobre la garantía estatal a créditos para la educación superior. Este cuerpo legal obliga al Estado de Chile a través del Fisco a garantizar los créditos bancarios de aquellos alumnos de tercer nivel educativo que opten por esta modalidad para financiar su educación superior, siempre y cuando se cumplan las condiciones en que la ley lo permita.

Por otro lado, constantemente son presentadas por parte de ciudadanos u organizaciones de diversa índole demandas de distinta naturaleza en contra del Estado de Chile en los tribunales de justicia tanto nacional como internacionales. Estas entidades o personas naturales, al percibir que sus derechos han sido vulnerados por parte del Estado optan por establecer acciones judiciales tendientes a obtener una reparación económica por haber sufrido tal vulneración a sus derechos. Si bien, es difícil proyectar la magnitud de este tipo de pasivo para las cuentas fiscales, su importancia no es menor como posible carga financiera para el erario si son perdidos tales juicios, en especial, si se tiene en consideración que hacia finales del año 2005 el Fisco enfrentaba más de 30.000 causas activas en diversos tribunales de justicia solamente a lo largo del territorio nacional (Engel, Marcel y Meller, 2007; Ordenes, 2009).

- La cuarta consideración para la elaboración de la política lo constituyen la supresión o minimización de los riesgos cambiarios para el entramado económico. En este sentido, la poca capacidad que tiene tanto el sector público como la empresa privada de acumular pasivos que sean denominados en moneda nacional, origina una alta vulnerabilidad de los que suceda en los mercados externos, y sus repercusiones sobre el nivel del tipo de cambio doméstico, lo que deja expuesto a los países en desarrollo a tener eventos o ciclos económicos solamente derivados de la volatilidad cambiaria, dado que los ingresos se encuentran denominados principalmente en moneda local, mientras que los pasivos están valorados en moneda extranjera. En consecuencia, al producirse un ataque especulativo, una devaluación de los términos de intercambio o un cese del servicio de deuda, se estará en presencia de un descalce de monedas que afecta en forma negativa la situación financiera de los contrayentes de préstamos en moneda extranjera, quienes experimentan un aumento de la deuda si se denomina en moneda nacional. La situación de la denominación de la deuda del Gobierno Central para el año 2001, hacía que este tuviese una alta vulnerabilidad a las turbulencias que sufriese el tipo de cambio, dado que cerca del 90% de los pasivos se encontraban valorados en moneda extranjera. Sin embargo, desde el año 2000 se ha estado dando forma en Chile a un mercado de deudas de largo plazo denominado en moneda nacional, el que ha sido impulsado en gran medida por el Gobierno, el cual, actuando como agente económico persistentemente ha estado emitiendo este tipo de deuda en el mercado. Esta práctica de emisión de papeles en moneda doméstica también ha sido adoptada por la empresa privada, la cual, ha aumentado en forma considerablemente las colocaciones de deudas en el mercado nacional en pesos chilenos

## **Evolución de la Regla Fiscal, el FEES y el Fondo de Reservas de Pensiones**

El establecimiento de la regla fiscal correspondiente al superávit estructural del 1% del producto interno bruto se ejecuta a partir del año 2001. Sin embargo, ha sufrido sucesivas modificaciones por parte de las autoridades gubernamentales, en el tiempo que ha operado el nuevo sistema.

La primera de las correcciones efectuadas a la política fue realizada en el año 2008 con la reducción de la meta del balance estructural en un 50%, dejando el superávit fiscal en un 0,5% del PIB. En este sentido, se tomó en consideración que la nación estaba acumulando excesivas reservas en los mercados financieros internacionales en función de sus fondos soberanos. Con posterioridad, en el año 2009, y como forma de enfrentar la crisis económica mundial, se inyectan recursos al erario público bajando la meta fiscal a un 0%. Sin embargo, en el transcurso del mismo año, y afrontando los problemas derivados de la crisis financiera, se determina el bajar aún más la regla fiscal, dejando un 3% del PIB como déficit estructural de las cuentas fiscales, situación que se ha estado ajustando año tras año para converger hacia el año 2014 con un déficit estructural de un 1%, llegando ese año a un 0,5% a final de ese mismo año. El gobierno de turno el año 2015 determino que balance estructural se ajustaría gradualmente en torno a un cuarto de punto de PIB por año hasta 2018, sin embargo, al cierre de 2017 el déficit estructural aumentó hasta 2%, para el 2018 y 2019 el déficit estructural fue de un 1,5% del PIB (Ministerio de Hacienda, 2019).

Por su parte, el FEES, en sus dos primeros años de operación como política de ahorro vinculada a la ejecución presupuestaria de la nación, eleva en forma considerable su capitalización, pasando el primer año desde los US\$ 2.580 millones de dólares de aporte inicial a US\$ 14.033 millones de dólares al finalizar el año. Esta situación de rápida capitalización del fondo derivada de las condiciones económicas favorables tanto a nivel nacional como internacional, permitió que el siguiente período fiscal, el año 2008, el FEES alcanzase un valor de mercado de US\$ 20.211 millones de dólares (Ministerio de Hacienda, 2008).

Sin embargo, los efectos colaterales de la crisis financiera estadounidense pronto se propagaron por el entramado económico internacional, mediante los vehículos de inversión cuyo activo basal se encontraba en las hipotecas *subprime* derivadas del auge inmobiliario de los Estados Unidos (Roubini y Mihm, 2010), que se encontraban diseminados por el sistema financiero internacional, situación que no dejó ajena a la economía nacional.

Los indicios de afección o traspaso de los efectos de la crisis financiera hacia la economía nacional, se comenzaron a sentir entre mediados y finales del 2008 cuando las tasas de crecimiento comienzan a reportar reducciones significativas en los principales centros económicos mundiales, llegando estas incluso a solo un 0,4% como promedio para la

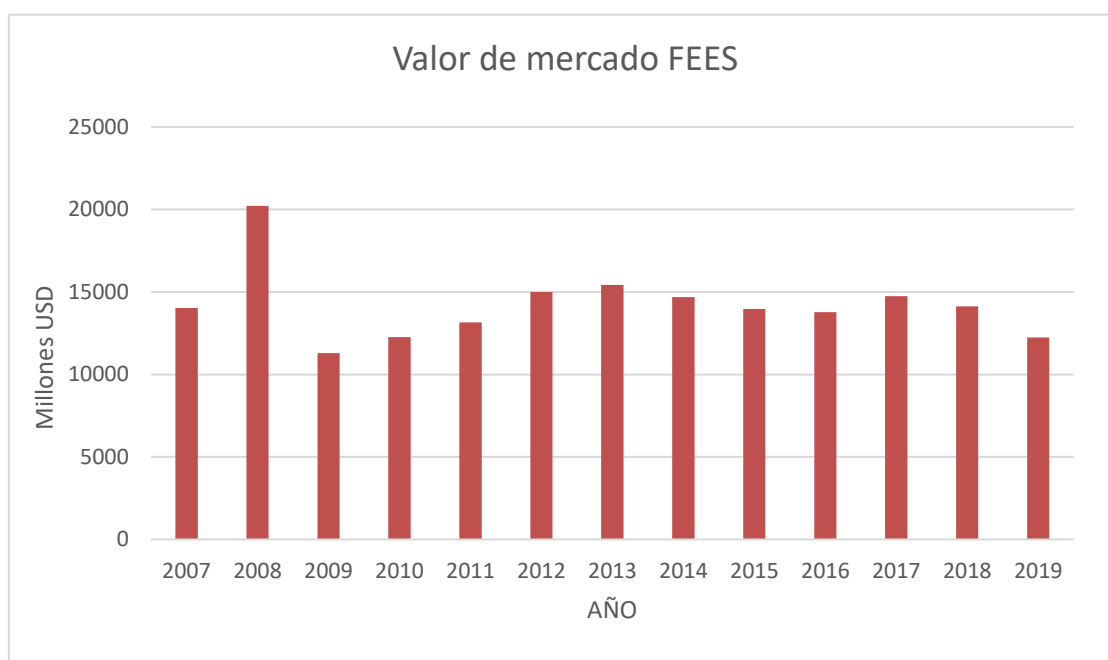
Zona Euro en el período, corriendo una suerte aún más negativa Japón, país que reporta una caída en su producto para este año de un -1,2% (Ministerio de Hacienda, 2008).

Durante el año 2009, la autoridad fiscal, haciendo uso del mandato legal asociado al Fondo, utiliza los recursos financieros acumulados en el FEES, los cuales bordeaban los US\$ 20.300 millones de dólares, en diversos planes de intervención social tendientes a amortiguar los efectos de la crisis internacional. Durante este período de uso de los recursos, el cual abarcó una temporalidad algo superior a un año, se utilizaron cerca de un 44% de los fondos acumulados, llegando a disminuir una valoración de mercado el Fondo de Estabilización Económica hacia finales del año 2009 a US\$ 11.285 millones de dólares (Ministerio de Hacienda, 2009).

Superada la crisis, desde el año 2010 el FEES mantuvo un aumento sostenido en el valor del fondo hasta el año 2013 debido principalmente a las ganancias obtenidas por las inversiones realizadas sumado a los aportes realizados al Fondo. El primero de ellos se realizó el año 2010 por un monto de US\$1.362 millones, el siguiente abono se efectuó el año 2012 por US\$ 1.700 millones, finalmente el año 2013 se concreta aporte de US\$ 603 millones, siendo este el último efectuado hasta la fecha (Ministerio de Hacienda, 2013).

La baja del valor del capital del FEES para los años posteriores se debe principalmente a retiros efectuados entre los años 2014 y 2016. Estos retiros fueron efectuados para financiar en su totalidad el aporte comprometido al Fondo de Reserva de Pensiones los que ascendieron a montos superiores a los US\$ 450 millones (Ministerio de Hacienda, 2016). En el gráfico 3, se muestra la evolución que ha tenido el FEES a lo largo del tiempo.

Gráfico 3: Evolución del capital del FEES

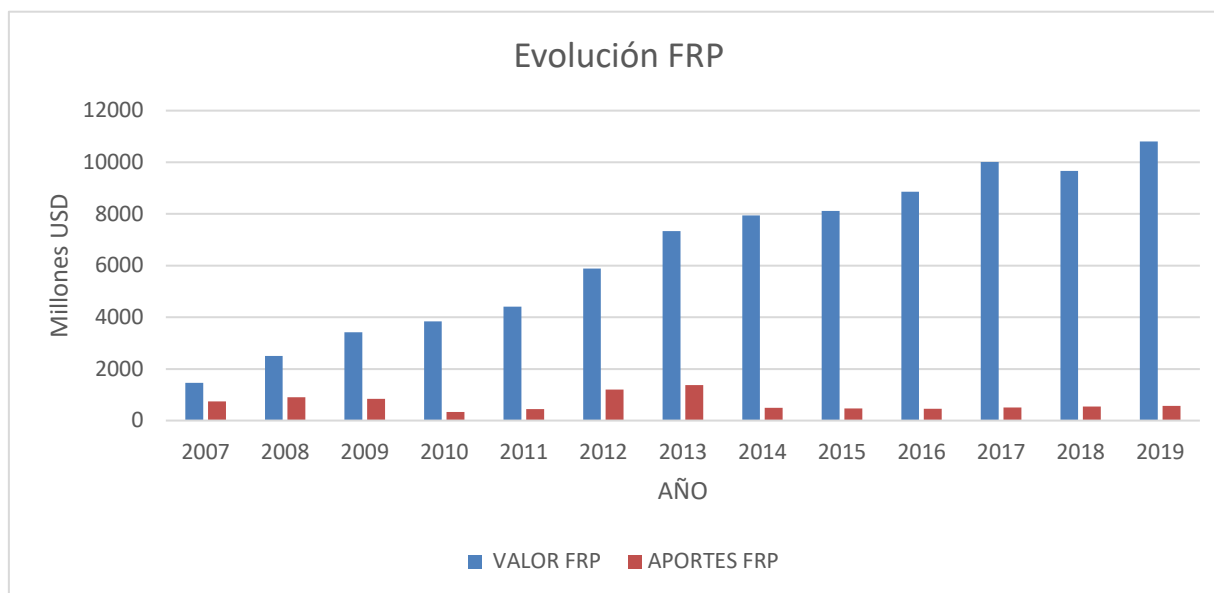


Fuente: elaboración propia en base a datos entregados por Ministerio de Hacienda.



En cuanto a la evolución del Fondo de Reserva de Pensiones, el monto del capital ha mantenido un crecimiento sostenido, ya que como se indicó anteriormente los aportes a este se encuentran previamente comprometidos, pudiendo alcanzar un máximo de 0,5 % del PIB en casos de superávit fiscal efectivo. Esto se demuestra en el gráfico 4.

Gráfico 4: Evolución del capital del FEES



Fuente: elaboración propia en base a datos entregados por Ministerio de Hacienda.

## Evaluación del Fondo de Estabilización Económica Y Social de Chile

A pesar de no ser el principal objeto de estudio, el Fondo de Estabilización Económica y Social también será sometido a evaluación, con el fin de poder vislumbrar la tendencia que muestra esta política y así identificar si sigue los pasos del *Alaska Permanent Fund*.

Para ello realizara un análisis de la evolución del capital principal conforme a las siguientes variables, las que tienen una periodicidad trimestral que comprende entre los años 2007 hasta el 2019. Los resultados de esta evaluación están indicados en la tabla 2.

**Capital (K):** Corresponde a la valoración nominal en el mercado internacional del FEES, el cual esta expresado en millones de dólares americanos. Estos datos fueron extraídos desde los informes anuales efectuados por el Ministerio de Hacienda de Chile respecto a los Fondos soberanos.

**Rentabilidad de inversiones (R):** Variable que representa las utilidades o rentabilidad nominal de las inversiones efectuadas con el capital principal del FEES en el mercado financiero internacional, que ha sido denominada en millones de dólares. El monto de la

rentabilidad son las cifras oficiales por el Ministerio de Hacienda de Chile en el informe anual del FEES.

**Precio del Cobre (PC):** Corresponde al precio nominal promedio anual de transacción de la libra de cobre en la Bolsa de Metales de Londres, el cual, se encuentra denominado en dólares americanos por Libra. Este valor medio ha sido obtenido desde la base de datos oficial entregada por el Banco Central de Chile.

**Producción de Cobre (PRC):** Esta variable se encuentra constituida por la producción consolidada de la industria cuprífera chilena en referencia del metal rojo, monto que incluye a la empresa estatal Codelco, medida en miles de toneladas. Estos datos fueron obtenidos desde la base de datos del Banco Central.

**Retiros del Capital (RT):** Variable constituida por todos aquellos giros anuales que han sido efectuados por parte del gobierno central desde el FEES y que son incorporados al presupuesto corriente de la nación. Estas cifras son las entregadas por el Ministerio de Hacienda a través de los informes anuales de los Fondos Soberanos.

**Aportes de Capital (APOR):** Corresponde a todos aquellos aportes anuales que han sido efectuados por parte del gobierno central hacia el FEES. Estas cifras son las entregadas por el Ministerio de Hacienda a través de los informes anuales de los Fondos Soberanos.

Tabla 2: Resultado de correlaciones FEES

|      | K              | PC     | PRC    | RT    | R     | APOR |
|------|----------------|--------|--------|-------|-------|------|
| K    | 1              |        |        |       |       |      |
| PC   | -0,225         | 1      |        |       |       |      |
| PRC  | -0,043         | -0,106 | 1      |       |       |      |
| RT   | 0,028          | 0,227  | 0,004  | 1     |       |      |
| R    | 0,044          | -0,069 | -0,07  | 0,091 | 1     |      |
| APOR | <b>-0,368*</b> | 0,113  | -0,149 | 0,108 | 0,138 | 1    |

\* Correlación significativa a un nivel de 0.05

Al realizar la evaluación de correlaciones para el fondo chileno, se obtienen los siguientes resultados:

- Solo existe una vinculación alta entre el Capital de Fondo (K) y los aportes hacia el mismo fondo, sin embargo es negativa.

- No existen más relaciones importantes entre el Capital de Fondo (K) y las demás variables analizadas.

La relación negativa que se da entre el capital del fondo y los aportes puede ser explicado a la evolución que presento el valor del fondo, ya que coincidentemente los aportes fueron efectuados cuando el capital del fondo bajó respecto al año anterior, esto, debido principalmente a bajas en la rentabilidad del fondo o por retiros en el período anterior.

Respecto a la inexistencia de relación con las demás variables, se puede explicar por la falta de constancia en la política de capitalización del fondo, ya que como se indicó anteriormente, la meta de superávit ha sufrido una serie de modificaciones quedando desde el año 2009 en adelante en una meta de reducción del déficit. Debido a esto, es que los aportes efectuados al fondo han sido nulos desde 2013 en contraposición con los retiros que han sido permanentes desde el año 2014 en adelante y cada vez de mayor cuantía. Cabe mencionar, que la regla de retiros del FEES es flexible, es decir se pueden efectuar siempre que se requiera para financiar el gasto público, en caso de déficit fiscal, amortización de la deuda pública o para complementar los aportes comprometidos para el Fondo de Pensiones. Esto ha llevado a que el fondo desde sus inicios ha ido decayendo en su capital, a finales del año 2008 el valor del fondo era de un monto cercano a los USD 20.211 millones y para el cierre del año 2019 su valor alcanza USD 12.233 millones, lo que no es una buena señal para el futuro del FEES.

## Contrastación de Ambas Políticas

Una vez analizados ambos casos de estudio, podemos identificar las siguientes diferencias y reflexiones, en cuanto a su estructura y modalidad de funcionamiento, las que están plasmadas en la siguiente tabla resumen:

Tabla 3: Comparación de las ambas políticas.

| <i>Característica</i>            | <i>Alaska permanent Fund, Alaska, Alaska (1977).</i>                 | <i>Fondo de Estabilización Económica y Social, Chile (2007).</i> |
|----------------------------------|--|--|
| <i>Recurso Natural</i>           | Petróleo   | Cobre  |
| <i>Regla de Acumulación</i>      | Fija, 25 % de recaudación fiscal por explotación de RRNN             | Variable, según meta de superávit estructural.                   |
| <i>Primer depósito</i>           | USD 734.000  | USD 2.563 millones   |
| <i>Valor actual (2019)</i>       | USD 65.412 millones  | USD 12.233 millones  |
| <i>Años de existencia (2019)</i> | 42 años  | 12 años  |
| <i>Resultados correlaciones</i>  | Fuerte relación con producción de petróleo y retorno de inversiones. | No concluyente.  |
| <i>Dividendos</i>                | Entrega de dividendos a la población.                                | No realiza.  |

Para el caso de Alaska, la relación más fuerte se da con la producción de petróleo, sin embargo, es negativa, esto puede ser explicado por el constante crecimiento que ha demostrado tener el Fondo a lo largo de su historia. En contraste, la producción del hidrocarburo ha ido en caída desde el año 1988 en adelante, lo que ha demostrado que, a pesar que la prueba de correlaciones muestra una alta relación entre estas dos variables, no ha afectado el aumento en el capital del fondo. Esto se deriva, por el funcionamiento de la política, ya que el fondo se capitaliza anualmente con el 25% del total de los recursos recaudados por explotación de recursos naturales, en este sentido, estas transferencias

fiscales, “contienen” la recaudación por explotación de petróleo, muestran, por su parte, la más baja relación con el capital del fondo.

La segunda relación más fuerte de las variables estudiadas con el capital del fondo, se da con el retorno de las inversiones, lo que hace pensar que este fondo podría haber superado la dependencia del recurso natural que lo originó, por ende, su permanencia en el largo plazo es posible en un escenario en el que el recurso natural sea agotado.

Para el caso de Chile, los resultados no son concluyentes por lo que no se puede determinar si esto se ha logrado. Sin embargo, dada su estructura y evolución, el futuro del FEES no parece ser el más propicio, ya que los aportes a este han sido escasos y menos recurrentes que los retiros, los que desde el 2014 en adelante han sido constantes.

Respecto a la alta relación que presenta el fondo de Alaska con el retorno de las inversiones de este, puede ser explicado además por el tamaño que ha alcanzado, ya que para el año 2019 el fondo alcanzó un valor total aproximado de USD 65.412 millones, comparado al valor del fondo de Chile equivalente a USD 12.233 millones. Dentro de estos valores alcanzados juega un rol importante la antigüedad de ambos fondos, ya que el de Alaska tiene una data de 43 años mientras que el fondo chileno solo lleva operativo 13 años.

## Capítulo 5: Conclusiones

Tras la revisión de los aspectos teóricos en relación a la elaboración de políticas de fondos soberanos y habiendo además revisado la experiencia específica de dos de ellos se puede determinar lo siguiente.

El *Alaska Permanent Fund* a pesar que las pruebas estadísticas muestran una estrecha relación con el precio y producción del recurso basal, el capital principal muestra una baja relación con los aportes fiscales realizados por este concepto. En este sentido, al no vincular la política fiscal corriente con los recursos presentes en el fondo, posibilitan la mantención de la política en forma indefinida.

Al respecto, la iniciativa de disociar el manejo fiscal del fondo transformándolo en permanente, la evolución del gasto, la disponibilidad de recursos naturales o la coyuntura económica no afecta en absoluto las perspectivas de mantención. Bajo el diseño actual, el fondo ha demostrado en su evolución y resultados de correlación, que es capaz de auto solventarse, es decir, al continuar con su modalidad de abonar el 50% del retorno de las inversiones al capital principal, variable que en la actualidad presenta la segunda relación más fuerte, el fondo ha superado en gran parte la dependencia del recurso natural. En consecuencia, el *Alaska Permanent Fund* cumple con la regla intergeneracional de uso de los beneficios derivados de la explotación actual de los recursos naturales.

Por su parte, al ser inagotable el capital principal del Fondo, la política de entrega de dividendos a los habitantes del Estado podrá ser mantenida de manera indefinida en el tiempo, independiente de la evolución del mercado del petróleo.

Para el caso del FEES, al aplicar la evaluación de correlaciones el modelo no fue concluyente, sin embargo, luego del estudio del funcionamiento de este fondo se desprenden las siguientes reflexiones.

La meta de superávit estructural desde su establecimiento el 2007 ha experimentado una serie de variaciones, ya que esta puede ser redefinida por el Ministerio de Hacienda de turno, a discreción. Lo que se traduce en una decisión de carácter político, lo que, sumado a la inexistencia de sanciones por incumplimiento de ella y la cláusula de escape, que otorga la facilidad al gobierno de ajustar la dicha meta previamente establecida o definitivamente renunciar a su cumplimiento, han generado en una política de ahorro poco efectiva.

Desde su establecimiento el FEES solo ha recibido cinco aportes en contraposición con los retiros, que se han mantenido constantes desde el año 2014 en adelante.

Respecto al cumplimiento de los objetivos establecidos para el FEES se puede concluir que este ha logrado cumplirlos en sentido de actuar como estabilizador, es así como en

dos oportunidades se han efectuado retiros con el fin de actuar como estímulo o para cubrir es difícil fiscal, en los años 2009 y 2019. En este sentido el año 2009 se utilizaron cerca de USD 9.000 millones para el financiamiento de una política fiscal expansiva, llevada a cabo por el gobierno de la época, en miras de reactivar la economía nacional frente a un escenario internacional complejo, demostrando que el Fondo es eficaz como herramienta de política fiscal contra cíclica. Los demás retiros efectuados desde el año 2010 en adelante han sido para financiar parte o la totalidad de los aportes comprometidos para el Fondo de Reserva de Pensiones.

De este análisis, se pueden aprender o hacer hincapié en dos importantes lecciones que deja la exitosa experiencia del estado de Alaska en la creación y desarrollo de su fondo soberano. En primer lugar, el establecimiento de una regla de acumulación clara y constante en el tiempo, es decir, el 25 % de los fondos recaudados por explotación de recursos naturales capitaliza el fondo cada año. En segundo lugar, y en esta misma línea, que esta regla de acumulación no puede ser modificada a discreción por el gobierno de turno, evitando la tentación de ser modificada por fines que muchas veces responden más bien a un orden político más que financiero.

## Bibliografía

- 1) Abdullah Al-Hassan, Michael Papaioannou, Martin Skancke, and Cheng Chih Sung (2013), *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. FMI
- 2) Álvarez, Roberto y Rodrigo Fuentes, (2006), “El “Síndrome Holandés”: Teoría y Revisión de la Experiencia Internacional”, *Economía Chilena* N° 9 (3), diciembre, Banco Central de Chile.
- 3) Anderson, Jonathan, (2002), “The Alaska Permanent Fund: Politics and Trust”, *Public Budgeting and Finance*, Vol. 22 (2), pp. 57-68.
- 4) Alaska Permanent Fund Corporation, (2009), “An Alaskan`s Guide to Permanent Fund”, APFC, Alaska.
- 5) Alaska Permanent Fund Corporation, (2010), “The Permanent Fund Divedend, APFC, disponible en: <http://www.apfc.org/home/Content/dividend/dividend.cfm>
- 6) Allen M y Caruana J (2008), “Sovereing Wealth funds-a work agenda”, FMI, pp. 5.
- 7) Anderson J, (2002), “The Alaska Permanent Fund: Politics and Trust”, *Public Budgeting and Finance*, Vol. 22 (2), pp. 57-68.
- 8) Arellano, José (2006),” Del déficit al Superávit Fiscal: razones para una transformación estructural en Chile”, CEP Chile.
- 9) Arreaza A, Castilla L, Fernández C, (2008) “La consolidación de los Fondos Soberanos: perspectivas y aspectos de política al interior de los países y más allá de las fronteras” CAF,pp. 13-14.
- 10) Astudillo, Alejandro, (2009), “Efectos Económicos Derivados de la Apertura al Comercio Internacional en Países con Abundancia en Recursos Naturales: El Caso de Chile Entre 1988 y 2008”, presentado en el XXV Enefa, Universidad Católica del Norte, Chile.
- 11) Auty, R. M. (1993). “Sustaining Development in Mineral Economies, The resource curse thesis”. Londres: Routledge, Taylor & Francis Group
- 12) Barandiarán, Edgardo y Leonardo Hernández, (1999), “Origins and Resolution of a Banking Crisis: Chile 1982-86”, Banco Central de Chile Working Papers 57, Chile.



- 13) Bresser Pereira L, (2008), “La enfermedad Holandesa y su neutralización”. Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria, pp. 7.
- 14) Brown, William and Clive Thomas, (1994), “The Alaska Permanent fund: Good sense or Political Expediency?”, *Challenge* 37(5), pp. 38-45.
- 15) Bulte E, Damania R y Deacon R, (2004), “Resource abundance, property and development” ESA, FAO, pp.14.
- 16) Corden, W. Max, (1984), “Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”, *Oxford Economics Papers*, pp. 359-380, Oxford University Press.
- 17) Demaestri Edgardo y Chiara Jimena, (2015), “Obligaciones contingentes asociados con fondos soberanos”. BID
- 18) Diario Oficial de la República de Chile, (2007), “Decreto con Fuerza de Ley N° 1, pp. 3-4, Santiago de Chile.
- 19) Dirección de Presupuestos, (2008), “Informe Ejecutivo Mensual Fondo de Reservas de Pensiones, Ministerio de Hacienda, febrero, Gobierno de Chile.
- 20) Dirección de Presupuestos, (2007), “Informe Ejecutivo Mensual Fondo de Estabilización Económica y Social”, octubre, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile.
- 21) Dirección de Presupuestos, (2018) “Indicador del Balance Cíclicamente Ajustado Metodología y resultados 2017”, Dirección de Presupuesto, Gobierno de Chile.
- 22) Engel, Eduardo, Mario Marcel y Patricio Meller, (2007), “Meta de Superávit Estructural: Elementos para su Análisis”, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda, mayo, Santiago de Chile.
- 23) Fontaine Juan Andres, (1990), “Observaciones sobre la experiencia macroeconómica chilena de 1985-1989”, Estudios Públicos.
- 24) Frasca C. y Wohlforth, (2007) *At A Crossroad: The Permanent Fund, Alaskans, and Alaska’s Future. A Commonwealth North Study Report.*

- 25) Garavito A, Rojas J, Torres J, (2015) “Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas”. Banco de la república de Colombia.
- 26) Goldsmith, Scout, (2001), “The Alaska Permanent Fund Dividend Program”, Presented at the Conference on Alberta: Government Policies in a Surplus Economy, september, University of Alberta.
- 27) Goldsmith, Scout, (2002), “The Alaska Permanent Fund Dividend: An Experiment in Wealth Distribution”, Presented at the 9th International Congress, Basic Income European Network, september.
- 28) Goldsmith, Scout, (2010), The Alaska Permanent Fund Dividend: A Case Study in Implementation of a Basic Income Guarantee” Presented at the 13th International Congress, University.
- 29) Green Samuel, (2010) “How many subjects does it take to do a Regression Analysis”, Multivariate Behavioral Research. . pp 499-510.
- 30) Guijarro, Pablo, (2008), “Sovereign Wealth Funds: La Riqueza que Viene”, Boletín Económico ICE N° 2934, pp. 11-22, España..
- 31) Hsieh, Chang-Tai, (2003), “Do Consumers React to Anticipated Income Changes? Evidence form the Alaska Permanent Fund”, The American Economic Review, march, pp.397-405.
- 32) Jeftanovic, Pedro (1992); “El Síndrome Holandés: Teoría, Evidencia y Aplicación al Caso Chileno (1901-1940)”, Centro de Estudios Públicos, pp. 229-331, Santiago de Chile.
- 33) Lowery C, (2007) Palabras del subsecretario interino de Asuntos Internacionales Clay Lowery sobre los fondos soberanos y el sistema financiero internacional. Us Department of treasury. Disponible en:<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp471.aspx>
- 34) Mitchell O, Piggott J, Kumru C, (2008), “Managing Public Investment Funds: Best Practices and New Challenges”, NBER Working Paper
- 35) Mulder, Nano, (2006), “Aprovechar el Auge Exportador Evitando la Enfermedad Holandesa”, Serie Comercio Internacional CEPAL, noviembre, Santiago de Chile.

- 36) O'Brian, Patrick and Dennis Olson, (1990), "The Alaska Permanent Fund and Dividend Distribution Program", *Public Finance Quarterly* 18(2), pp. 139-157.
- 37) Obsfeld M, Milesi G, Arezki R, (2016) "Oil prices and the global economy: It's complicated", FMI.
- 38) Ordenes, David, (2009), "Balance Estructural: Los Casos de Noruega y Chile", Universidad Tecnológica Metropolitana, Chile.
- 39) Perla, Cecilia, (2005), "¿Cuál es el Destino de los Países Abundantes en Recursos Minerales?: Nueva Evidencia Sobre la Relación Entre Recursos Naturales, Instituciones y Crecimiento Económico", Documento de Trabajo 242, Pontificia Universidad Católica del Perú.
- 40) Ramirez J, Wirth E (2017), "Empresas públicas, fondos soberanos y enfermedad Holandesa: el caso de Noruega. Las lecciones para economías subdesarrolladas ricas en recursos naturales". Universidad Complutense de Madrid.
- 41) RDC, (2019). "Annual Report 2019. Resource development council". Growing Alaska Through Responsible Resource Development
- 42) Sanahuja, Jose, (2016), "America Latina en un cambio de escenario: de la bonanza de las commodities a la crisis de la globalización" UCM.
- 43) Samuelson, Paul and Nordhaus William, (2010), "Economía con Aplicaciones a Latinoamérica", 19na edición, Mc Graw Hill, México.
- 44) Suárez M, (2011), "Coeficiente de Correlación de Karl Pearson", Repositorio digital Universidad Técnica del Norte, disponible en <http://repositorio.utn.edu.ec/handle/123456789/766>
- 45) SWF, (2019) "Sovereign Wealth Funds 2019" Managing continuity embracing change.
- 46) Valdés, Salvador, (1986), "Orígenes de la Crisis de la Deuda: ¿Nos Sobre endeudamos o nos Prestaron en Exceso?", Documento de Trabajo n° 105, Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile.
- 47) Velasco A, Arenas de Mesa A, Céspedes L y Cabello J (2007) "Compromisos Fiscales y meta de superávit estructural", Estudio de Finanzas Publicas. Ministerio de Hacienda, Chile.

48) Vergara, Rodrigo, (1996), "Privatización de la Banca: La Experiencia Chilena",  
Centro de Estudios Públicos n° 63, Santiago de Chile.