

1-1-2016

Gestión pública del ahorro proveniente de la explotación de los recursos naturales en los fondos soberanos de inversión : caso Noruega y Chile

Daniela González Socha
Universidad de La Salle

Mónica Hernández Mejía
Universidad de La Salle

Follow this and additional works at: https://ciencia.lasalle.edu.co/negocios_relaciones

Citación recomendada

González Socha, D., & Hernández Mejía, M. (2016). Gestión pública del ahorro proveniente de la explotación de los recursos naturales en los fondos soberanos de inversión : caso Noruega y Chile. Retrieved from https://ciencia.lasalle.edu.co/negocios_relaciones/27

This is brought to you for free and open access by the Facultad de Ciencias Económicas y Sociales at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Negocios y Relaciones Internacionales by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

Gestión pública del ahorro proveniente de la explotación de los recursos naturales en los Fondos
Soberanos de Inversión: Caso Noruega y Chile

Daniela González Socha y Mónica Hernández Mejía

Universidad de La Salle

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Programa de Negocios y Relaciones Internacionales

Bogotá D.C – Septiembre de 2016

Gestión pública del ahorro proveniente de la explotación de los recursos naturales en los Fondos
Soberanos de Inversión: Caso Noruega y Chile

Daniela González Socha y Mónica Hernández Mejía

Monografía de grado para optar por el título de Profesional en Negocios y Relaciones
Internacionales

Asesor: Cristian Yepes Lugo

Docente-investigador

Universidad de La Salle

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Programa de Negocios y Relaciones Internacionales

Bogotá D.C – Septiembre de 2016

Agradecimientos

Agradezco a la universidad por permitirme crecer profesionalmente, también a nuestro docente, Cristian Yepes, que gracias a su conocimiento y ayuda pudimos concluir con éxito esta investigación; a todas las personas que de una u otra forma colaboraron en la realización de este proyecto y, finalmente, a nuestros padres que han estado en todo el proceso de crecimiento personal y profesional.

Mónica

A la vida, Nancy y Billy

Daniela

Resumen

Los países que poseen recursos naturales no renovables tienen el reto de transformar esta riqueza natural en crecimiento, desarrollo, ahorro, inversión y fondos para mitigar los cambios del ciclo económico. Considerando que sus precios son volátiles, el Estado debe promover un manejo adecuado de los ingresos que genera la explotación y exportación de los mismos, y como resultado se han creado estrategias como los Fondos Soberanos de Inversión que son figuras de ahorro e inversión para el manejo de los excedentes de dichas rentas de los recursos naturales. De este modo, el presente documento describe la gestión de los Fondos Soberanos de Inversión con el estudio de caso de Noruega y Chile, países que han consolidado buenas prácticas de ahorro e inversión mediante la creación de los mismos, a través de la caracterización de la gestión pública de los fondos, la relación que estos tienen con el ahorro estatal y las políticas económicas que adoptan los dos países para la administración de los recursos. En consecuencia, los hallazgos denotan que este mecanismo busca la transformación de los recursos en ingresos sustentables para la estabilidad macroeconómica del país y el futuro de las generaciones con tres variables comunes en el diseño de este instrumento es que son a) el marco legal, b) el marco institucional y c) el marco de gestión del riesgo y la inversión; como forma en la que cada fondo gestiona sus recursos.

Palabras clave: Fondos Soberanos de Inversión, ahorro, gestión pública, commodities, excedentes.

Abstract

The countries that possess non-renewable natural resources have the challenge of transforming this natural non-renewable wealth into growth, development, savings, investment and funds to mitigate economic cycles of change. Considering that prices are volatile, the State should promote adequate management of the revenues generated from the exploitation and export of the non-renewable natural resource. As a result strategies have been created like Sovereign Wealth Funds, that are figures of savings and investment for the handling of the surplus of such income from natural resources. In this way, the present document describes the management of Sovereign Wealth Funds with a case study from Norway and Chile, countries that have consolidated good practices of

savings and investment through the creation of the same, through the characterization of the public management of the funds, the relation that these have with the state saving and the economic policies that both countries adopt for the administration of the resources. Accordingly, the findings denote that this mechanism seeks the transformation of resources in sustainable income for the macroeconomic stability of the country and the future of the generations with three common variables in the design of these instruments that are a) the legal framework, b) the institutional framework and c) the framework of risk management and investment; as a way in which each fund manages its resources.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, savings, public management, commodities, surplus

Contenido

1.Introducción.....	8
2.Objetivos	12
2.1 Objetivo general	12
2.2 Objetivos específicos.....	12
3. Marco de referencia	13
3.1 Gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión.....	13
3.1.1. La gestión y sus principales elementos	13
3.1.2. Gestión pública y su evolución hacia la Nueva Gestión Pública	16
3.1.3. La gestión pública de los recursos naturales	18
3.1.4. La gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión.....	20
4. Hipótesis	24
5. Resultados	25
5.1 Los Fondos Soberanos de Inversión y el ahorro	25
5.1.1. Necesidades de los países para invertir sus ahorros derivados de la acumulación de reservas	26
5.1.2 Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile: unidades de análisis.....	28
5.1.3 Aproximaciones y características de los Fondos Soberanos de Inversión	30
5.1.4 El ahorro y su relación con los Fondos Soberanos de Inversión.....	36
5.2. Políticas económicas para el manejo de ingresos fiscales por recursos naturales no renovables.....	39
5.2.1 Ahorro fiscal en Noruega	40
5.2.1.1 Importancia del petróleo en Noruega	40
5.2.1.2 Política fiscal	43

5.2.2 Ahorro fiscal en Chile	45
5.2.2.1 Importancia del cobre en la economía chilena	45
5.2.2.2 Política fiscal	47
5.3 Gestión del ahorro de los recursos naturales por parte de los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile.....	50
5.3.1 Gestión del ahorro de los recursos naturales de los FSI de Noruega	50
5.3.1.1 Marco legal de la gestión de los FSI de Noruega	50
5.3.1.2 Marco Institucional de la gestión de los FSI de Noruega.....	52
5.3.1.3 Marco de inversión y gestión del riesgo de los FSI de Noruega	54
5.3.2 Gestión del ahorro de los recursos naturales de los FSI de Chile	59
5.3.2.1 Marco legal de la gestión de los FSI de Chile	59
5.3.2.2. Marco Institucional de la gestión de los FSI de Chile.....	61
5.3.2.3 Marco de inversión y gestión del riesgo de los FSI de Chile	63
6. Conclusiones	66
7. Referencias	70

Índice de tablas y figuras

Tablas

Tabla No. 1 Definiciones de autores	14
Tabla No. 2 Linaburg-Maduell Transparency Index.....	29
Tabla No. 3 Resource Governance Index.....	30
Tabla No. 4 Ranking de mayores FSI de acuerdo con sus activos.....	34

Figuras

Figura No.1: FSI de acuerdo con el origen de sus recursos y su ubicación geográfica ...	35
Figura No. 2 Indicadores macroeconómicos del sector petrolero en Noruega 1971-2015..	40
Figura No. 3 Recursos de petróleo para el año 2014 (Millones de metros cúbicos).....	41
Figura No. 4 PIB del sector minero y su participación en el PIB nacional 2004-2014.....	46

Abreviaturas

SWF	Sovereign Wealth Fund
FSI	Fondos Soberanos de Inversión
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
FMI	Fondo Monetario Internacional
GITFSI	Grupo Internacional de Trabajo de los Fondos Soberanos de Inversión
PPGA	Principios y Prácticas Generalmente Aceptados
GPFG	Government Pension Fund- Global
GPFN	Government Pension Fund Norway
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones de Chile
FEES	Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile
NBIM	Norges Bank Investment Management

1. Introducción

La economía mundial se ha venido transformando a partir de diferentes situaciones como el aumento de las inversiones extranjeras directas de los mercados emergentes (con fuentes públicas o privadas) en la década de 1990 y el rol del Estado en las mismas, re-configurando una realidad política y económica que reconoce la importancia del Estado como integrador y regulador a través de la gestión administrativa de los recursos y el aumento de políticas de intervención pública.

Esta intervención pública ha sido la respuesta a diferentes necesidades por parte del Estado de involucrarse en aspectos como el ahorro, la inversión y el gasto social que constituyen variables transversales en la economía, con el objetivo de constituirse en un inversor en el escenario internacional.

De este modo, se denotan algunos problemas que justifican dicha intervención del Estado en la economía como lo son el agotamiento de los recursos no renovables y la volatilidad de los precios de los commodities, la acumulación de reservas que ejerce presión en algunos países por el resultado de costos y desajustes de la moneda y, el envejecimiento de la población de muchos países crea la necesidad de generar un futuro seguro de bienestar (Lu, Mulder, & Papaioannou, 2010).

Además, diferentes condiciones monetarias y las necesidades futuras de la economía han puesto en consideración la posibilidad de que los ingresos derivados de los recursos naturales no renovables mejoren el potencial de rendimiento de las inversiones financieras de los Estados. En este sentido, Shields & Villafuerte (2010) sostienen que existe una variedad de razones y circunstancias que establecen la necesidad de involucrar al Estado en la gestión de la economía en su conjunto, dado que se necesita suavizar el impacto en el gasto público ya que los ingresos provenientes de la exportación de recursos naturales tienden a ser volátiles.

Es así como entre los diferentes métodos de manejo de excedentes del sector público, sobresale el instrumento de ahorro e inversión denominado Fondo Soberano de Inversión (FSI de ahora en adelante, por sus siglas en español), formados a partir de los excedentes de la renta de la explotación y exportación de recursos naturales con el propósito de alcanzar objetivos macroeconómicos, ahorro para futuras generaciones o para la inversión en el desarrollo económico y social.

En este sentido, el presente trabajo se enfoca en investigar ¿cómo se gestionan los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile conformados por el ahorro proveniente de la explotación de los recursos naturales?, teniendo en cuenta que son países cuya renta petrolera y minera es significativa en sus cuentas nacionales. Estos países tienen estructuras económicas diferentes pero tienen en común el diseño de instituciones que gestionan los recursos asociados a la explotación de recursos minerales.

Es necesario denotar que los FSI han existido por muchas décadas, no son un recurso nuevo o temporal, y se han consolidado como un vehículo de inversión del Estado con un portafolio de inversión diverso y siguiendo a Das, Mazarei, & Hoorn (2010) han permanecido desconocidos al público y fuera de la vista política, pero han emergido como la mayor clase transfronteriza de inversión institucional.

Ahora bien, en cuanto a la metodología que orientó el trabajo de investigación, se parte de un enfoque cualitativo, ya que se realiza un abordaje descriptivo a través del estudio de caso el cual, investiga fenómenos contemporáneos dentro del contexto real donde pueden estar involucradas más de una variable de interés y de este modo utiliza múltiples fuentes de datos y evidencia. De esta manera se pueden estudiar casos únicos o múltiples (Yin, 1989), tal y como se realiza en la presente investigación en la cual las dos unidades de análisis son los FSI de Noruega y Chile, ya mencionados.

Además, el método de estudio de caso de acuerdo con Chetty (1996) permite explorar de una forma más profunda y obtener conocimiento más amplio de un tema determinado y busca dar respuesta a preguntas de cómo y por qué ocurren fenómenos desde múltiples perspectivas con relaciones de origen causal.

Sumado a lo anterior, la metodología de estudio de caso permite la definición del problema, el diseño de la investigación que considera las fuentes de datos y las unidades de análisis, la recolección de la información para el análisis de datos y la posterior presentación de resultados Yin (1989).

Como se ha mencionado, para el desarrollo de la investigación como unidades de análisis se consideran dos casos que son los FSI de Noruega y Chile, que si bien constituyen realidades diferentes se destacan en cuanto a la gestión de los recursos para beneficios de la economía en su conjunto y de la población. Su elección se basó en el liderazgo mundial del diseño e

implementación de herramientas de política pública para la gobernanza de los recursos naturales no renovables, además del nivel de transparencia y buena gestión de los recursos de los fondos de los dos países, además de los estándares éticos, políticas de inversión, marco institucional y legal que se denotan en diferentes índices de gobernanza de recursos naturales a nivel mundial.

Las características propias de cada país convergen en que sus economías son dependientes de mercados de commodities. Chile como el primer productor mundial del cobre y Noruega como uno de los principales países exportadores de petróleo, haciendo que estos sean propulsores del resto de los sectores económicos y planteando el dilema económico de cómo gestionar aquellos ingresos y mitigar los efectos de las fluctuaciones en los precios del cobre y el petróleo, respectivamente.

En consecuencia, para dar solución a ese dilema, los dos países han creado a partir de sus ingresos por la explotación de sus recursos naturales FSI con diferentes objetivos, consolidando al Estado como un inversionista en la economía internacional para maximizar la rentabilidad y responder a requerimientos del mercado y de las futuras generaciones.

En la primera fase de la investigación, se realizó una revisión documental a través de fuentes de información tales como documentos oficiales, reportes y libros que brindan las instituciones como el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos OCDE, Sovereign Wealth Funds Institute, Ministerio de Hacienda de Chile, Norway Government Pension Fund Global; búsquedas en bases de datos y en bibliotecas de universidades para realizar el diseño y la selección de las unidades de análisis de la gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión.

En la segunda fase de la investigación, se clasificó la información recolectada de las fuentes mencionadas para realizar el análisis de contenido, estructurando los diferentes referentes teóricos y las categorías que se utilizaron en el análisis de la información seleccionada.

Finalmente, en la tercera fase se realizó el reporte de resultados que denota la interpretación de la información y se procedió a la descripción de la gestión del ahorro de los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile.

Después de la crisis global financiera del año 2008, los FSI han obtenido gran poder financiero en tanto estos se convierten en recursos de capital y las reservas pueden ser un apoyo de liquidez importante para los Estados, además de generar beneficios económicos como evitar

presiones sobre el tipo de cambio o la tasa de inflación, que con un buen manejo de sus inversiones constituye un seguro en épocas de crisis, contribuye a la estabilización macroeconómica y principalmente la gestión de dichos recursos permite mejorar el potencial de rendimiento de las inversiones financieras de un gobierno.

A partir de lo anterior, esta investigación se enmarca en el campo de conocimiento de los negocios y las relaciones internacionales pues teniendo en cuenta las relaciones entre los agentes económicos internacionales, este documento estudia la participación estatal por medio de los FSI como una estrategia de política pública que constituye a los Estados en inversores institucionales a nivel internacional, ya que estos gestionan y administran sus recursos con el objetivo de diversificar los ingresos gubernamentales con la inversión en activos internacionales que les generen rentabilidad para utilizarlos en el crecimiento económico y desarrollo social. Igualmente, dentro de la estructura económica internacional el creciente poder financiero de los Estados en relación con las instituciones financieras privadas gracias a los FSI, crea un incentivo para describir la variable del ahorro con el fin de mostrar la relevancia que esta tiene en la gestión de los ingresos que provienen de la explotación de recursos naturales y en el rol del Estado en el espectro económico.

Como limitaciones que se tienen en cuenta en el desarrollo de la investigación, esta no focaliza su atención en el manejo de las inversiones y los rendimientos de cada uno de los Fondos Soberanos de Inversión, ya que la variable transversal que se considera es el ahorro y la gestión del mismo. Si bien se tienen en cuenta datos macroeconómicos de funcionamiento de los fondos, no se utilizan modelos estadísticos ni matemáticos para analizar e interpretar la gestión de los Fondos Soberanos de Noruega y Chile.

Teniendo claras las limitaciones, los alcances de la investigación se denotan en la estructura de la misma. El capítulo I: Gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión realiza una caracterización de la gestión del ahorro en que se enmarcan los fondos; partiendo del fenómeno de la gestión pública y su relación con la gestión de los recursos naturales por parte de los Estados, en tanto este en su función de estabilizador y regulador del sistema económico, político y social de los países debe hacer frente a los diferentes problemas para gobernar el sector público.

Por su parte, el capítulo II “Los Fondos Soberanos de Inversión y el ahorro” hace énfasis en el estudio de los Fondos Soberanos de Inversión y su relación con el ahorro estatal, considerando

que el término ha sido utilizado desde el año 2005, se denota los diferentes puntos de convergencia entre las aproximaciones al término y antecedentes, para después revisar el estado de investigaciones sobre el ahorro estatal como variable transversal en la investigación.

En cuanto al capítulo III: Políticas económicas para el manejo de ingresos fiscales por recursos naturales no renovables en Noruega y Chile, se exponen las características generales del sector petrolero y del cobre, evidenciando la importancia de la explotación de los recursos naturales no renovables en dichas economías, y el manejo que los países le han dado por medio de su política fiscal para permitir que en momentos de auge puedan ahorrar y utilizar estos excedentes para la creación de los FSI.

Finalmente, el capítulo IV: Gestión del ahorro de los recursos naturales por parte de los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile; presenta los hallazgos en cuanto la gestión de los fondos identificando tres aspectos para el análisis de los dos países: el marco legal, el marco institucional y el marco de gestión del riesgo e inversiones de Noruega y Chile para denotar que si bien sus políticas económicas tienen un enfoque diferente, han utilizado los Fondos Soberanos de Inversión para canalizar sus excedentes de la explotación de commodities con una gestión pública que ha permitido la consolidación de su ahorro, el dinamismo de su economía y el futuro de las próximas generaciones.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Describir la gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión en Noruega y Chile conformados por el ahorro proveniente de la explotación de recursos naturales no renovables.

2.2 Objetivos específicos

- Caracterizar la gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión.
- Establecer la relación entre los Fondos Soberanos de Inversión y el ahorro estatal.
- Explicar la política fiscal para la gestión de los ahorros por commodities en Noruega y Chile

3. Marco de referencia

3.1 Gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión

La complejidad del estudio del ahorro e inversión de los recursos de los Estados se denota en la diversidad de características, tipologías y particularidades propias de cada sistema político y económico, así como de las instituciones encontradas en cada país; además de las diferentes posibilidades de gobernar el sector público. Esta complejidad está compuesta por patrones de interacción entre el gobierno y la sociedad y se puede observar en áreas como el bienestar social, la planificación física o la protección al medio ambiente; así estos nuevos modelos son dirigidos a descubrir otras maneras de hacer frente a nuevos problemas, y a construir patrones de comportamiento y actuación de los Estados (Kooiman, 1993) por medio de procesos de gestión que aseguren la estabilización y el equilibrio tanto del sistema económico, como del sistema político y social.

Así, en el presente capítulo se describen los referentes teóricos de la investigación que parten de considerar el fenómeno de la gestión y especialmente la gestión pública relacionándolos con la gestión de los recursos naturales por parte de los Estados y la gestión del ahorro de los Fondos Soberanos de Inversión; para denotar cómo el Estado hace frente a necesidades económicas, políticas y sociales mediante la gestión y la intervención pública en éstas esferas. Así, se realiza una revisión documental de fuentes de información secundarios de carácter histórico y actuales, principalmente de artículos académicos

3.1.1. La gestión y sus principales elementos

Para abordar el concepto de gestión, es pertinente referirse a Peter F. Drucker, considerado el “Padre de la Gerencia” en tanto proporciona y aporta elementos que la definen y caracterizan. Así, Drucker (1973, citado por Appannaiah & Ramanath, 2009) afirma que la gestión es un órgano económico de la sociedad industrial y significa tomar medidas para que los resultados deseados se lleven a cabo. Igualmente, destaca tres tareas fundamentales de la gestión: 1. determinar los objetivos y la misión de la organización, 2. hacer el trabajo productivo y el logro del trabajador, y 3. cuidar de los impactos y las responsabilidades sociales.

Además, de acuerdo con los autores, Drucker (1973) ha señalado que el rápido desarrollo económico y social que tuvo lugar después de la Segunda Guerra Mundial, se produjo como resultado de un trabajo sistemático entre la gestión y los gestores de desarrollo, igualmente los

insumos de trabajo, el capital y el material no pueden asegurar el crecimiento y requieren de la gestión para maximizar los resultados.

En consecuencia, muchos autores han abordado el concepto de gestión, mostrando diferentes aspectos de la misma. Tomando como referencia diversas definiciones de gestión que proveen Appannaiah & Ramanath (2009), se denota que el concepto y estudio de la gestión emerge principalmente en la década de 1970, sin dejar de lado estudios previos a este momento.

Tabla 1. Definiciones de autores

Autor	Definición
George R. Terry (1971)	La gestión es un proceso distinto que consiste en la planificación, organización, acción y control del el rendimiento para determinar y cumplir con objetivos mediante el uso de personas y recursos.
Edward Francis Leopold Brech (1969)	La gestión se ocupa de denotar que el trabajo se hace, todas las tareas se centran en la planeación y guía de las operaciones que se están llevando en la empresa.
Stanley Vance (1982)	La gestión es el proceso de toma de decisiones y el control sobre las acciones de los seres humanos con el propósito de alcanzar objetivos predeterminados.
Claude S. George (1972)	La gestión consiste en hacer las cosas a través de otros. El manager es quien lleva a cabo los objetivos dirigiendo los esfuerzos de los demás.
William Spriegel (1950)	La gestión es la función de una empresa que se ocupa de la dirección y control de las diversas actividades para alcanzar los objetivos de negocio
D.S Kimball y D.S Kimball jr. (1971)	El término gestión abarca todos los deberes y funciones que pertenecen a la iniciación de una empresa, su financiación, el establecimiento de políticas, la provisión de todo el equipamiento necesario, la esquematización de la organización en virtud

de la cual la empresa opera y el grupo de funcionarios de control.

Harold Koontz (1982)

La gestión es el arte de hacer las cosas a través de la gente y con ella en grupos organizados formalmente. Es el arte de crear un ambiente donde las personas se puedan realizar como individuos y, sin embargo cooperan en la consecución de los objetivos del grupo. Es el arte de la eliminación de bloques con tal ejercicio, una forma de optimizar la eficiencia en alcanzar las metas.

Fuente: Elaboración propia con base en Appannaiah & Ramanath (2009)

De este modo, se destaca la convergencia de los autores mencionados en aspectos como alcanzar los objetivos de determinada organización a través de factores importantes como los recursos humanos, y por medio de una serie de etapas entre las que se pueden evidenciar la planificación, organización, dirección y el control, entre otros, para la consecución de los objetivos.

Además, Drucker (1973) señala lo que se puede considerar como una dinámica relacional entre el liderazgo de la gestión y los recursos de producción, pues sin la primera los recursos seguirían siendo eso y la producción no sería posible. En concordancia con el autor, el bienestar de la sociedad depende en gran medida de la calidad de la gestión de los recursos en tanto al hacer que los factores de producción se desempeñen mejor, esta permite a la sociedad conseguir un suministro mejor y mayor de los bienes.

En síntesis, la gestión de acuerdo con los autores, busca realizar metas y objetivos específicos de cualquier organización (en tanto es aplicable a cualquier empresa o institución de carácter privado o público) a través de etapas que se interrelacionan como lo son la planificación, organización, dirección y control de los factores productivos con la actuación de todas las partes para el logro de dichos fines.

3.1.2. Gestión pública y su evolución hacia la Nueva Gestión Pública

Ahora bien, el Estado debe estar en constante acción colectiva para el rendimiento del sistema en su conjunto, la estabilización de sus instituciones y la persecución de metas colectivas. Es así como los gobiernos de todos los tipos necesitan la gestión tanto como los demás organizaciones sociales (Appannaiah & Ramanath, 2009) y la gestión pública cobra relevancia de acuerdo con Albi, González, & López (1997 citado en Gaete, 2008) pues es definida como “un conjunto de decisiones de coordinación y motivación de las personas plasmados en procedimientos y mecanismos contractuales, para alcanzar los fines de la organización estatal (eficiencia y eficacia), dentro de las restricciones del marco jurídico-político”(pág. 42).

A partir de la definición de gestión pública, se pueden apreciar dos enfoques: el primero, corresponde a gran parte del siglo XX en el cuál la gestión pública se tomó como un proceso que formulaba políticas, distribuía los recursos e implementaba programas pero no como una cuestión política, como lo referencia Barzelay (citado por Gaete, 2008) y después de la segunda mitad del siglo XX surge el segundo enfoque, denominado “New Public Management” o “Nueva Gestión Pública”.

Sabatier y Mazmanian (1979) identifican cinco condiciones propicias para la aplicación efectiva y el cumplimiento de los objetivos de política, con un enfoque en la gestión pública como implementación de dichas políticas: 1. el programa que se va a ejecutar debe tener en cuenta la técnica y el cumplimiento, es decir relacionar los cambios en el comportamiento del grupo objetivo al logro del estado final deseado; 2. el estatuto (u otra decisión política básica) debe contener las directrices de política y las estructuras del proceso de implementación con el fin de maximizar la probabilidad de que se dirija a los grupos que se desea; 3. los líderes de las agencias de ejecución deben poseer la habilidad administrativa y política considerable para comprometerse con los objetivos estatutarios, además de utilizar hábilmente los recursos disponibles; 4. se necesita tener el apoyo político en el proceso de implementación entre el ejecutivo y el legislativo, y propender porque los tribunales sean neutrales; y 5. el cumplimiento de los objetivos no se puede ver afectado significativamente por cambios en las condiciones socioeconómicas y se debe hacer frente a estos para dar cumplimiento a la implementación de la política pública.

Además, Hood (1998) plantea que estas nuevas ideas de gestión pública difieren de las anteriores, y el pensamiento serio sobre la gestión pública comenzó en la década de 1980 de

acuerdo con el aumento de literatura en el tema y si bien el modelo tradicional de la gestión pública es descrito como bastante homogéneo, el autor denota que existen variaciones en las ideas sobre la forma de gestionar en el gobierno pero focaliza su estudio en que debe existir una comprensión de la variedad cultural y organizacional, dentro de una perspectiva histórica, para poder delimitar aquello que se considera como “buena gestión” en tanto es necesario estudiar la gama de modelos viables de organización y conocer las formas en que cada modelo colapsa.

De esta manera, Ormond & Löffler (1999) encuentran que el término de Nueva Gerencia Pública asume distintos significados en diferentes contextos administrativos, y si bien aluden a que no se ha llegado a un acuerdo acerca de la que significa el término para la comunidad académica, es evidente que ha puesto en el debate una visión más económica y gerencial de la administración gubernamental.

Paralelamente, Friedmann (2003) define la Nueva Gestión Pública (New Public Management) como aquella que “considera el Estado como una gran empresa política propiciando la incorporación de los principios y técnicas empresariales al campo de lo público” (p.5) y hace énfasis en la eficiencia y eficacia del gobierno, tendencia de este enfoque de la gestión pública.

Una revolución global que consiste en el ascenso del gobierno de corte empresarial es lo propuesto en la década de 1990 por Osborne & Gaebler (1994, citado por Friedmann, 2003) y lo han denominado como la reinención del gobierno, con cuatro creencias de las que parte su análisis en tanto: el gobierno es el mecanismo que se emplea para adoptar decisiones que afectan a la comunidad, la sociedad no puede funcionar eficazmente sin un gobierno eficaz, el problema reside en los sistemas en los cuales trabaja la gente y por último las corrientes tradicionales como el liberalismo y conservadurismo no pueden aportar con respecto a los problemas con que se enfrentan los gobiernos.

Esta reinención del gobierno de corte empresarial, focaliza su atención en la efectividad para superar la excesiva burocracia y centra el accionar en la satisfacción del ciudadano y la ética de la gestión pública, que implica un tipo de racionalidad político-administrativa. Por otro lado Feffer (2000) (citado por Chica Vélez, 2011) considera al ciudadano cliente como eje de la acción pública y al Estado como medio para alcanzar fines sociales y colectivos por medio de la inversión social.

Finalmente, la base de este nuevo estilo de gobierno de corte empresarial, previsor de problemas y anticipador del futuro, que busca la participación y el trabajo en equipo más allá de las jerarquías y que está orientado al mercado pues está dirigido a los resultados (Osborne & Gaebler, 1994) da cuenta de algunos ejes esenciales que se tomarán en cuenta en esta investigación y en el estudio de la gestión pública de los recursos estatales pues considera: los requerimientos de la sociedad y del mercado que son evidenciados en los intereses del Estado, determinados por variables de tipo político y económico que finalmente guían el accionar del mismo para el uso eficiente de los recursos que posee y el beneficio del Estado a través de la gestión pública de la implementación de las políticas públicas.

3.1.3. La gestión pública de los recursos naturales

Cuando se estudian los procesos económicos para mejorar el desarrollo de un país, generalmente se ha encontrado que estos buscan explotar los recursos naturales propios para generar fuentes de trabajo, circulación monetaria y consumo, entre otros aspectos como señala Conforti (2014). Así, cada recurso natural se puede considerar como un bien activo y la gestión de éstos debe centrarse en la valorización económica y en evitar la depreciación de los mismos que no esté justificada por criterios de bienestar colectivo (Gómez C. M., 1998).

Adicionalmente, en los espacios donde se explotan y se comparten los recursos naturales, ya sean renovables o no renovables, se pueden identificar factores sociales e institucionales que pueden incidir negativa o positivamente en el uso de los recursos, por ejemplo la existencia de diversos actores con intereses heterogéneos en el aprovechamiento de los recursos comunes (Gómez & Guerrero, 2014). De lo anterior se puede destacar la relación entre el Estado y la sociedad, pues los intereses de estos dos actores pueden diferir con respecto al uso de los beneficios que generan dichos recursos naturales que pertenecen a un país.

Dada esta diversidad de actores que explotan y usan los recursos naturales, Garrett Hardin (1968) expone “la tragedia de los recursos comunes”, un dilema que hace referencia a la situación de degradación del entorno que es esperable cuando muchos individuos usan un recurso en común (sea de manera individual o colectiva). Sin embargo, esta degradación no es beneficiosa para ninguno de los actores si se realiza de manera irresponsable por la búsqueda racional de cada actor por maximizar sus utilidades.

Con relación a lo anterior, es necesario lograr un uso eficiente de los recursos para evitar el agotamiento de los mismos, considerando que son recursos propiedad del Estado y que se esperan beneficios en conjuntos para toda la sociedad. De este modo, Torri (2009) propone el control del Estado y la gestión que éste pueda hacer de los recursos naturales.

En concordancia con lo propuesto por Torri (citado por Ostrom, 2011) lo que podría evitar la tragedia de los comunes es la existencia de normas con las cuales se puedan construir acuerdos para la sostenibilidad de los recursos naturales, esta existencia de normas involucra al Estado como un actor fundamental, dado que las decisiones de ésta institución para la protección de los recursos naturales determinarán, en cierto grado, la manera en que se llevará la administración de los mismos y la distribución de los beneficios.

De lo anterior, se puede identificar que además del Estado, otros actores entran en el espectro del uso de estos recursos generando problemas de gobernabilidad en tanto concurren los intereses públicos compartidos y los intereses privados individuales en la producción de bienes públicos de estos recursos naturales.

En este sentido, la intervención del Estado constituye un factor importante en la gestión pública de los recursos; término que es definido por Gómez, Carvajal, Domínguez, & Jumbo (2004) como “el conjunto de políticas, normas y de acciones que desarrollan las instituciones públicas, pero también las comunidades y los individuos, con relación al manejo de los recursos naturales, sean estos renovables o no” (págs. 17-25).

Las políticas y normas tienen el objetivo de proteger el patrimonio natural del país; y la conservación y el aprovechamiento equilibrado de los recursos naturales se consideran la base para el desarrollo económico sostenible, pero también la base para proteger y promover el mejoramiento de la calidad de vida social y cultural de la sociedad (Conforti, 2014).

Se denota entonces que la gestión pública es un factor de la implementación y ejecución de política pública, pues es desde el aparato estatal y a través de las redes interinstitucionales con la cooperación entre sí que se logra la ejecución de aquellas políticas y normas enmarcadas en la gestión pública de los recursos naturales, formulando las estrategias de la organización para el logro eficiente de los objetivos y metas de tipo económico, político y social.

Por otro lado, para Gómez et al. (2004) la gestión pública de los recursos naturales responde a una agenda que trata de establecer prioridades de atención de los asuntos que se buscan

o se presentan en la sociedad, la economía y la cultura; y deben responder a una visión integral de las relaciones del ser humano con la naturaleza y con sus necesidades de desarrollo.

Ciertamente el objetivo principal de la gestión de los recursos naturales, renovables y no renovables, consiste en la protección de éstos y la maximización de la renta económica a largo plazo, con el fin de lograr una sostenibilidad a futuro y un desarrollo económico que beneficie a la población (Torri, 2009).

Además, la denominada Regla de Hotelling (citado por Castelli & Scacciavillani, 2012) si bien no es una teoría coherente para guiar previsiones en el mundo real, sí proporciona un punto de referencia abstracto contra el que medir la realidad y establece que bajo ciertas condiciones el precio cobrado por un recurso agotable debe crecer a una tasa igual a la tasa de interés y de este principio se deduce que una política óptima de extracción maximiza beneficios inter-temporales de los recursos.

Lo descrito por Hotelling implica que se debe tener en cuenta el manejo y gestión que se da a los beneficios recibidos por dichos recursos, así pues la tenencia de recursos naturales no renovables por parte de los países implica la decisión de explotarlos o no, si se decide la explotación podría solo extraer lo que necesita para sostener la economía año tras año; sin embargo muchos Estados consideran estrategias de inversión a largo plazo para obtener mayores beneficios de estos recursos no renovables, comenzando por delimitar si la explotación es pública o se le concede a una empresa privada y a preguntarse qué hacer con aquellos recursos que derivan de dicha explotación.

Por dichas razones, la gestión pública de los recursos naturales se hace necesaria para generar sostenibilidad para el beneficio de la población, la acción del Estado se está enfocando en la relación hombre-naturaleza y explotación-sostenibilidad en tanto existe un vínculo entre los recursos naturales, el bienestar social y los beneficios económicos que genera la explotación o no de los recursos que son propiedad del Estado, por medio de diversas estrategias que puedan canalizar dichos ingresos.

3.1.4. La gestión pública de los Fondos Soberanos de Inversión

El Estado tiene a su disposición un catálogo de instrumentos de intervención muy diversificado. Al diseñar una política pública, este decide sobre el uso de uno o varios de estos instrumentos para su implementación como denota Roth (2002). Es así como el Estado, en su

función de formalizador de las reglas del juego, desarrolla políticas públicas, que se pueden identificar por la implicación del gobierno, la percepción de problemas, la definición de objetivos y finalmente un proceso destinado a cambiar un estado de las cosas percibido como problemático (Roth, 2002).

Además, Roth (2002) señala que estas designan la existencia de un conjunto conformado por uno o varios objetivos colectivos considerados necesarios o deseables, por medios y acciones que son tratados por una institución u organización gubernamental, con la finalidad de orientar el comportamiento de actores individuales o colectivos para modificar una situación percibida como insatisfactoria o problemática.

Muchos Estados se enfrentan al problema de la capacidad de absorción de los ingresos de exportación de commodities determinados por el tamaño de su economía, su marco institucional y jurídico para la administración de dichos recursos (Castelli & Scacciavillani, 2012). Estos ingresos generan ahorros y excedentes que percibe el Estado pero que necesitan de un manejo para el beneficio de la economía en su conjunto.

Como respuesta a dichos problemas, los Estados han creado políticas públicas en el sector de la economía, específicamente políticas fiscales que tienen objetivos macroeconómicos por medio del uso de gasto público y la tributación, que permitan estabilizar la economía. Entre los procesos de implementación efectiva, la gestión pública involucra tanto aspectos del contenido material de la política (objetivos y diseño), como del contexto y de los recursos disponibles para su implementación.

Así, en el presente documento en el cual se ha tomado como unidades de análisis a Noruega y Chile por ser unos de los principales productores y exportadores de petróleo y cobre a nivel mundial respectivamente, como parte fundamental de la política fiscal de estos dos países se han diseñado los denominados FSI, controlados por el gobierno y que constituyen un vehículo de ahorro e inversión para manejar los bienes del Estado, asociado con la acumulación de reservas internacionales producto de la exportación de commodities y que tienen gran porción de sus bienes invertidos fuera de las economías locales con un portafolio diverso y estrategias de largo plazo (Klitzing, Lin, Lund, & Nordin, 2010).

Además, en su país de origen los FSI son instituciones esenciales pues contribuyen a mejorar la gestión de las finanzas públicas y lograr estabilidad macroeconómica (International Working Group of SWFs, 2008).

Además, las reservas gestionadas por los FSI y la renta de la inversión que se obtienen se utilizan principalmente para compensar cualquier déficit inesperado de los ingresos fiscales, y las reservas por encima del nivel que se considera óptimo se invierte en las futuras generaciones (Castelli & Scacciavillani, 2012).

Con el paso del tiempo más países han hecho de los FSI parte fundamental de su política fiscal, y así un conjunto de países decidieron iniciar un proceso para diseñar buenas prácticas de gestión con el objetivo de mejorar la rendición de cuentas y la transparencia; dicho proceso se llevó a cabo con el apoyo de organizaciones multilaterales, tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Así pues, antes del 2007 el FMI había creado una serie de guías, que buscaban obtener un conocimiento sobre la transparencia fiscal, monetaria y financiera y el manejo de las reservas de los países que poseían los FSI. De las guías propuestas por el FMI se pueden destacar las dos siguientes de acuerdo con Bazoobandi (2013).

Primero, las directrices de transparencia fiscal hacían énfasis en la composición general de las entidades y la especificación de sus funciones, objetivos, responsabilidades, el flujo de información y garantías de integridad. Y, segundo, las directrices de gestión de reservas subrayaban la importancia de las funciones, responsabilidades y objetivos de los organismos financieros encargados de la gestión de las reservas.

Adicionalmente, Bazoobandi (2013) destaca que había un proceso abierto para las operaciones de gestión de reservas y la disponibilidad pública de la información sobre las reservas de divisas, así como la rendición de cuentas y garantías de integridad por las agencias de gestión de reservas, alcanzado por un marco institucional y de gestión de riesgos.

Para el 2008, dado el incremento de las inversiones en el mercado internacional, el Grupo Internacional de Trabajo de los Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI, por sus siglas en español) crea los Principios de Santiago, en la ciudad de Santiago de Chile, y reconoce que las inversiones de los FSI favorecen y son esenciales para los mercados internacionales, todo esto como respuesta

a la importancia en la gestión de los recursos y en este elemento de política pública viralizado a nivel mundial.

Por esta razón, es relevante demostrar que los mecanismos de inversión de los FSI están estructurados adecuadamente y que las inversiones se realizan en función de criterios económicos y financieros. Así pues, “Los Principios de Santiago” se rigen por los siguientes objetivos de acuerdo con el Grupo Internacional de Trabajo de los Fondos Soberanos de Inversión (2008):

1. Contribuir a mantener un sistema financiero mundial estable y la libre circulación del capital y las inversiones;
2. Cumplir con todos los requisitos normativos y de declaración de información en los países en los que invierten;
3. Invertir en función de criterios relacionados con la rentabilidad y el riesgo económico y financiero; y
4. Establecer una estructura de gobierno sólida y transparente que cuente con controles operativos adecuados, gestión del riesgo y rendición de cuentas (pág. 5).

El propósito de los Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA) o Principios de Santiago, es identificar un marco de principios y prácticas que reflejen las estructuras de gobierno, rendición de cuentas y prácticas de inversión por parte de los FSI. Además, procuran garantizar que mediante su aplicación los FSI sigan generando beneficios económicos y financieros (Udaibir, Mozarei, & Hoorn, 2010).

Adicionalmente, los PPGA cubren prácticas y principios de gestión pública de los FSI en tres áreas clave. En primer lugar está el marco legal, objetivos y coordinación con las políticas macroeconómicas; que constituye la base de un marco institucional y estructura de gobierno sólidos de los fondos, y propician la formulación de estrategias de inversión adecuadas y congruentes con los objetivos de política declarados (Gordon, Dixon, & Monk, 2013).

En segundo lugar se encuentra el marco institucional y estructura de gobierno, que separe las funciones de los propietarios, el (los) órgano(s) de gobierno y la dirección facilita la independencia operativa de la gestión de los fondos con el fin de poner en práctica decisiones y operaciones de inversión sin influencias políticas.

Por último, en tercer lugar se ubica el área de un marco de gestión del riesgo y de la inversión que se concentra en el fortalecimiento de las operaciones de inversión y rendición de cuentas (Gordon et al., 2013).

De acuerdo con lo presentado acerca de los FSI como una estrategia de ahorro e inversión de la política fiscal que utiliza los Estados para canalizar los excedentes que proceden de la exportación de commodities, los tres puntos que se mencionan hacen parte de los elementos que se tienen en cuenta para realizar la descripción de la gestión del ahorro que es proveniente de aquellos recursos naturales que son explotados por los Estados, en tanto estos sintetizan los preceptos de un gobierno corporativo que apoyados en los Principios de Santiago constituyen las directrices de gestión de los FSI, en esta investigación los correspondientes a Noruega y Chile, y son los elementos que se toman en cuenta para el análisis de la información recolectada.

1. Hipótesis

La gestión pública del ahorro estatal del Fondo Soberano de Noruega, en el cual sus recursos provienen del petróleo, se realiza a través de su política fiscal que está ligada al ciclo económico con el comportamiento del ingreso permanente, esperando un rendimiento del 4% de tasa real que debe ser transferido al presupuesto del gobierno. En el marco institucional, el Ministerio de Finanzas de Noruega es el encargado de la supervisión y evaluación de la gestión y de entregar informes al parlamento noruego y la gestión del fondo se da a través del Banco Central, en tanto es el responsable de la estrategia de inversión, de la gestión de activos y del control del riesgo y finalmente por una entidad propiedad del Estado noruego que gestiona el capital en su propio nombre denominada Folketrygdfondet Company.

Para el caso de Chile, los dos fondos con los que cuenta están regulados por la política fiscal que estima los ingresos fiscales de manera aislada del ciclo económico en tanto separa el efecto cíclico de la actividad económica y el precio del cobre con un aporte del 0,5% del PIB del año anterior que debe ingresar a los fondos, son administrados por una institucionalidad que se enmarca en el Ministro de Hacienda, quien representa al Fisco en la administración de los recursos fiscales. De igual forma, se designó al Banco Central como Agente Fiscal a cargo de la administración de los recursos de los fondos y la gestión del riesgo e inversiones se realiza a través de un Comité Financiero que es compuesto por 6 expertos para asesorar en la definición de la política de inversión de los fondos.

5. Resultados

5.1 Los Fondos Soberanos de Inversión y el ahorro

Las investigaciones realizadas en torno a los Fondos Soberanos de Inversión se han dado desde diferentes perspectivas, intereses y variables que consideran en sus estudios miradas históricas, económicas, políticas o de relaciones entre estos aspectos. Es por esto que a continuación se presentan estudios realizados sobre los Fondos Soberanos de Inversión y el ahorro estatal, en tanto guardan relación con el presente estudio.

En primer lugar, se tomará en cuenta las necesidades que tienen los Estados para convertirse en inversores internacionales de sus ahorros, principalmente si provienen de la explotación de recursos naturales para mitigar diversos problemas que se demuestran en las investigaciones de Lu, Mulder, & Papaioannou (2010), Castelli & Scacciavillani (2012), Bjerkholt (citado por Ossowski & Barnett, 2003), Tosini (2011), Bresser (2008), Klitzing, Lin, Lund, & Nordin (2010) y OMS (2015).

En segundo lugar se expondrán las razones de la elección de las unidades de análisis que corresponden a los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile, basados en información recolectada del Sovereign Wealth Funds Institute y del Revenue Watch Institute.

Luego se hará un recuento sobre la aparición del término Fondos Soberanos de Inversión con el propósito de sintetizar las principales aproximaciones al término y sus principales características, con la revisión de las investigaciones realizadas por Rozanov (2005), Jen (2007), Weiss (2008), IWG of SWF (2008), Udaibir, Hoorn, & Mazarei (2010), Klitzing, Lin, Lund, & Nordin (2010), Hsu (2015), y Sovereign Wealth Fund Institute (2015).

Por último, se revisará el estado de investigaciones que indagan sobre el ahorro estatal y su relación directa con los Fondos Soberanos de Inversión denotadas por Shields & Villafuerte (2010), Kern (2010), Korzack, Laxton, & Srinivasan (2011), Balding (2011), Persaud (2011) y Castelli & Scacciavillani (2012) por medio de un análisis de contenido de los documentos propuestos por los autores.

5.1.1. Necesidades de los países para invertir sus ahorros derivados de la acumulación de reservas

La explotación de los recursos naturales y la gran demanda de commodities, generan grandes cantidades de reservas internacionales que de acuerdo con Lu et al. (2010) deben ser manejados e invertidos diferentes, para que además de poder hacer frente en crisis financieras, se puedan invertir a largo plazo en busca de grandes retornos. De acuerdo con los autores mencionados, tres son los grandes problemas que impulsan la creación de mecanismos en la economía con los cuáles el Estado pueda beneficiarse de dichas reservas.

En primer lugar, el agotamiento de los recursos no renovables y la volatilidad de los precios de los commodities dan cuenta de que los países necesitan transformar los recursos no renovables en ingresos sustentables y más estables en el futuro; y siguiendo a Castelli & Scacciavillani (2012), la creciente demanda de todo tipo de recursos naturales y el aumento del precio de los mismos generaron una acumulación de reservas en países emergentes (principalmente en las economías asiáticas), y las autoridades tuvieron la necesidad de buscar alternativas para la gestión de dichos fondos, específicamente estrategias a largo plazo.

Por otro lado, Bjerkholt (citado por Ossowski & Barnett, 2003, pág 54) propone una hipótesis con un enfoque bastante conservador, pues da cuenta de que las economías podrían desencadenar un déficit no petrolero igual al rendimiento esperado de los activos financieros existentes, que denomina como “bird-in-hand rule” o “regla de pájaro en mano” en tanto las decisiones de gasto se basan solo en activos que se tienen en “mano”, es considerada una forma extrema de ahorro preventivo que es equivalente a suponer que no habrá ingresos del petróleo en un futuro (puede ser por la obsolescencia del mismo) y esto crea incentivos para que exista un mayor ahorro.

De acuerdo con el autor, el gobierno intenta asegurarse contra tal eventualidad mediante la acumulación de activos financieros, y en concordancia con Castelli & Scacciavillani (2012) esta regla postula que todos los ingresos sean guardados a través de un fondo del Estado y el consumo incremental debe limitarse a los intereses devengados por el fondo.

En segundo lugar, la acumulación de reservas ejerce presión en algunos países, teniendo como resultado costos y desajustes de la moneda que, haciendo referencia a Lu et al. (2010), dichos

eventos incitan a estos países a buscar prudencia y efectivo manejo de las divisas acumuladas, para prevenir principalmente la enfermedad holandesa.

Para precisar el concepto, la enfermedad holandesa se trata del surgimiento de una externalidad negativa a raíz del significativo crecimiento de un sector primario exportador que luego genera impactos negativos sobre las otras actividades económicas. Es así como la exportación de materias primas (recursos naturales renovables y no renovables) tiende a apreciar la moneda nacional en términos reales por el incremento de los ingresos de divisas (Tosini, 2011).

Bresser (2008) expone que la neutralización de los efectos siempre va a implicar el manejo de la tasa de casa de cambio para evitar la apreciación de la moneda, y tiene en cuenta dos instrumentos para combatir dichas consecuencias. El primer instrumento corresponde a la imposición de un impuesto sobre las ventas o a la exportación de los productos básicos que dan origen a la enfermedad holandesa; pero, para neutralizar los efectos, los “policy makers” se enfrentan a obstáculos políticos ya que esta medida implica gravar las exportaciones y reducir los salarios.

Así, el segundo instrumento para la neutralización es a través de la creación de un fondo internacional con los recursos derivados de los impuestos; el fondo prevendrá que el ingreso de los recursos fiscales re-aprecie la tasa de cambio.

Sin embargo, no muchos países tienen las condiciones políticas para la asignación de toda la recaudación del tributo para establecer fondos en el exterior (Bresser, 2008), es pertinente considerar herramientas monetarias a largo plazo que permitan estabilizar el equilibrio de las divisas que requiere la economía para su normal funcionamiento, considerando otro tipo de instrumento adicional como la conformación del fondo de estabilización propuesto por el autor.

En tercer lugar, en relación con lo expuesto por Lu et al. (2010) con respecto al envejecimiento de la población de muchos países, se hace necesaria una forma de acumulación de bienes en el presente para el responsable sostenimiento de las pensiones y el bienestar social en el futuro.

Ahora bien, el envejecimiento de la población es un proceso que hace parte de la transición demográfica, por la disminución de los niveles de natalidad y el aumento de la esperanza de vida de las personas; pero ésta tendencia está directamente relacionada con las políticas públicas y bienestar, de acuerdo a la Organización Mundial de la Salud OMS (2015).

Consecuencia de este envejecimiento de la población, el Estado por medio de la gestión, administración y regulación de sus recursos puede proveer mayores beneficios en lo que se refiere a las pensiones, tomando en consideración alternativas diferentes a la privatización para la distribución de los recursos en la dinámica de ahorro e inversión del mismo.

Para contrarrestar los problemas mencionados, se ha promovido una figura de inversión estatal que se ha consolidado en el mercado con una creciente participación en el paisaje global financiero; denominado Fondos Soberanos de Inversión (FSI) que en concordancia con Klitzing et al. (2010) se refieren a muchos tipos de vehículos de inversión controlados por el gobierno con diferentes recursos, ganancias, metas y enfoques de la inversión, siendo este una entidad de manejo estatal de los bienes con un portafolio diverso de inversión generando altos rendimientos de los recursos públicos a través del tiempo, que se ampliará en el siguiente apartado.

5.1.2 Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile: unidades de análisis

Noruega, uno de los mayores productores y exportadores de petróleo a nivel mundial, ha tomado la decisión de transferir la riqueza acumulada a través de las exportaciones a las generaciones futuras de acuerdo con Castelli & Scacciavillani (2012) y concuerdan con Boozandi (2012) en el sistema de bienestar que tiene el país, pues necesita encontrar ingresos diferentes a las exportaciones para financiar el volumen de servicios de la población, principalmente la preservación del bienestar en un largo plazo ya que el Estado es el responsable de mantener la seguridad social de la población.

De este modo, en el año 1990 el parlamento noruego aprueba una ley para establecer el Government Petroleum Fund y en el año 2006 cambia su nombre a Government Pension Fund Global (Norges Bank Investment Management, 2015).

Con respecto a Chile, siendo este el primer productor mundial de cobre y obteniendo grandes ingresos del mismo, decidió invertir sus superávit fiscales con el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), creado a fines de 2006 y con el objetivo de financiar las obligaciones previsionales y riesgos futuros del gobierno hacia los sectores más desposeídos. Por su parte, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), creado en el año 2007 tiene por finalidad financiar déficit fiscales y la amortización de deuda pública (Ministerio de Hacienda de Chile, 2015).

Ahora bien, para la elección de estos dos FSI se ha tenido en cuenta el “Linaburg-Maduell Transparency Index” del Sovereign Wealth Fund Institute (organización global reconocida como una autoridad de información sobre los Fondos Soberanos de Inversión) en el cual los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile tienen el mayor nivel de transparencia y buena gestión de sus recursos, con una puntuación de 10 puntos. El índice para su medición tiene en cuenta diez principios esenciales, cada principio suma una unidad, siendo 1 el nivel más bajo, que se traduciría en que el Estado no tiene un manejo ético del Fondo Soberano y 10 el nivel más alto el cual significaría que hay buen manejo de los recursos y se rigen por estándares éticos.

Los principios que se tiene en cuenta a la hora de medir el índice son: 1) razón de creación del Fondo Soberano de Inversión, origen del dinero, estructura del gobierno; 2) informes anuales auditados; 3) informes sobre ubicaciones geográficas de sus propiedades ; 4) informes sobre valor en el mercado y ganancias 5); el fondo tiene unos estándares éticos y políticas de inversión; 6) el fondo da a conocer sus estrategias y objetivos de una manera clara ; 7) existe fácil identificación de sucursales y de la información de contacto; 8) el fondo identifica gestores externos; 9) el fondo maneja su propio sitio Web y por último 10) el fondo provee la información de contacto y la dirección de la oficina principal de acuerdo con lo reportado por el Sovereign Wealth Fund Institute (2015).

En la siguiente tabla se denota la calificación de los países que se toman en consideración para la investigación, con la calificación más alta en el ranking de transparencia:

Tabla No. 2: Linaburg-Maduell Transparency Index

País	Nombre del FSI	Activos USD-bil	Año de creación	Origen	Nivel de transparencia-índice Linaburg-Maduell
Noruega	Government Pension Fund	882	1990	Petróleo	10
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	15.2	2007	Cobre	10
Chile	Pension Reserve Fund	7,9	2006	cobre	10

Fuente: Creación de los autores, tomado de Sovereign Wealth Funds Institute (2015) :

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

El segundo índice que se toma en consideración para la elección de Chile y Noruega es el “Resource Governance Index” del Revenue Watch Institute (Instituto que promueve la gestión eficaz, transparente y responsable de los recursos de petróleo, gas y minerales para el bien público) que mide la calidad de la gobernanza en los sectores de petróleo, gas y minerales de 58 países y evalúa la calidad de diferentes componentes del gobierno como son: el marco institucional y legal, el reporte de prácticas, controles de seguridad y calidad; y ambiente favorable, denotando que la calificación de Noruega es de 98% y de Chile de 75% sobre 100. El ranking está conformado por 58 países en el cual Noruega se encuentra en primer lugar y Chile ocupa el puesto No. 8 (Revenue Watch Institute, 2013).

Tabla. No. 3: Resource Governance Index

Rank	Country	Resource Measured	Composite Score	Institutional & Legal Setting	Reporting Practices	Safeguards & Quality Controls	Enabling Environment
1	Norway	Oil	98	100	97	98	98
8	Chile	Minerals	75	77	74	65	87

Fuente: Creación de los autores, tomado de Revenue Watch Institute (2013):

<http://www.resourcegovernance.org/rgi/report#fig1>

De acuerdo con lo anterior, Noruega y Chile son importantes productores de petróleo y cobre a nivel mundial, respectivamente; sus economías se dinamizan por la explotación de dichos recursos naturales, y cuentan de acuerdo con los índices presentados buenas prácticas y gobernanza de dichos recursos naturales con el “Resource Governance Index”, así mismo de los mayores niveles de transparencia y buena gestión de estos recursos en la creación de los FSI que han creado, criterios que se han utilizado para su elección en la presente investigación pues se convierten en benchmarks en lo que refiere al uso de los recursos naturales para el beneficio de los países.

5.1.3 Aproximaciones y características de los Fondos Soberanos de Inversión

Con respecto a la aparición de la expresión Fondos Soberanos de Inversión FSI o SWF (por sus siglas en inglés, Sovereign Wealth Funds) de acuerdo con Hsu (2015) el término no parece haber existido antes de 2005, año en el que se le atribuye a Andrew Rozanov en su artículo

denominado “Who holds the wealth of nations?” la acuñación del mismo, pues los fondos propiedad del gobierno no habían tenido una definición común que los describiera hasta ese año, sin embargo si existían decenas de ellos que funcionaban con las mismas características de lo que comenzó a denominarse FSI.

Además, se considere el caso de Kuwait como primer fondo soberano en 1953 que se constituyó con el objetivo de invertir el superávit generado por los ingresos provenientes del petróleo y reducir la dependencia de un recurso natural finito.

Ahora bien, Rozanov (2005) denota el crecimiento de los activos del sector oficial en todo el mundo, principalmente en las reservas de los bancos centrales de regiones como Asia, haciendo que en el espectro internacional surja un tipo diferente de jugador en el sector público como los “Sovereign Wealth Managers” o administradores de riquezas soberanos que son una entidad diferente a los fondos tradicionales de pensiones o los activos de reserva que apoyan las monedas nacionales.

Es así como el autor define a los Fondos Soberanos de Inversión como un subproducto de los excedentes presupuestarios nacionales, que es acumulado a lo largo de los años debido a las posiciones favorables macroeconómicas, comerciales y fiscales, junto con la planificación presupuestaria a largo plazo y una limitación del gasto (Rozanov, 2005).

Puesto que los FSI tienen una historia de más de 50 años han surgido varias definiciones como la del Departamento del Tesoro de Estados Unidos en el 2007 (citado por Weiss, 2008) que considera a los FSI como un vehículo de inversión del gobierno que es financiado por los activos en moneda extranjera y que gestiona los activos por separado de las reservas oficiales de las autoridades monetarias estatales; por lo tanto esta definición está enfocada en la distinción entre las reservas gestionadas por el banco central de un país y las gestionadas por un FSI.

Igualmente, Jen (2007) plantea que el concepto no es nuevo y que los FSI han evolucionado a la acumulación y conservación de riqueza, con la contemplación de invertir una parte significativa de estas reservas de divisas, con alta tolerancia al riesgo y mayores retornos, además de diferentes activos en carteras como acciones y bonos corporativos que los hacen importantes para los mercados financieros.

Es así como el Fondo Monetario Internacional (FMI), reconociendo a los FSI como inversores institucionales y participantes importantes del sistema monetario y financiero

internacional, tuvo 3 importantes aportes al debate generado desde finales de 2008 por diferentes países, grupos y organizaciones a nivel internacional para encontrar una definición y principios que fuesen aceptados globalmente (International Working Group of SWFs, 2008):

1. En octubre de 2007 el Comité Monetario y Financiero Internacional (integrado por representantes de los 185 países del FMI) “expresó la necesidad de profundizar el análisis de temas clave para los inversionistas y los destinatarios de los flujos de estos fondos soberanos de inversión, incluido un diálogo para identificar las prácticas óptimas” (International Working Group of SWFs, 2008)

2. En abril de 2008 con 26 países del FMI que cuentan con FSI se creó el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) para iniciar un proceso para la identificación y formulación de una serie de Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA) que pudiesen denotar las prácticas y los objetivos de inversión de los FSI.

3. Este grupo tuvo 3 reuniones en Washington, Singapur y Santiago de Chile, consolidándose en ésta ciudad los conocidos “Principios de Santiago” que reúnen 24 principios y prácticas con el objetivo “que reflejen correctamente estructuras adecuadas de gobierno y rendición de cuentas además de prácticas de inversión prudentes y sólidas por parte de los fondos soberanos” (International Working Group of SWFs, 2008)

Y es en estos Principios de Santiago, que se concluyó la definición aceptada para los FSI corresponde a:

Los Fondos Soberanos de Inversión (FSI) son fondos o estructuras de inversión para un propósito específico, cuya propiedad corresponde al gobierno general (gobierno central como a los gobiernos subnacionales) y son creados por el gobierno general con fines macroeconómicos, los FSI mantienen, gestionan y administran activos con miras a alcanzar objetivos financieros, y emplean una serie de estrategias que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Estos fondos adoptan diversas estructuras legales, institucionales y de gobierno (IWG, 2008, pág. 3).

Ahora bien, teniendo en cuenta las diferentes definiciones que surgen del término de los FSI, se toma en cuenta la consolidada en los Principios de Santiago para la presente investigación

y es imprescindible para el estudio de los FSI tener en consideración la historicidad de los mismos; por ésta razón a continuación se realizará una breve genealogía de los principales FSI a nivel mundial, sus objetivos y beneficios.

Siguiendo a Rozanov (2005), los objetivos principales de los FSI pueden ser: aislar el presupuesto y la economía del exceso de volatilidad en los ingresos, ayudar a las autoridades monetarias a esterilizar la liquidez no deseada, acumulación de ahorro para las generaciones futuras, o utilizar el dinero para el desarrollo económico y social .

Es necesario situar la crisis global financiera en el año 2007 en tanto generó el debate con respecto a los FSI, esta creó serios cambios en el panorama mundial y puso en el escenario la necesidad de endurecer el manejo del riesgo, la transparencia y la supervisión de todas las instituciones financieras. Entre estos los FSI han emergido como la mayor clase transfronteriza de inversión institucional pues ayudaron en la estabilización de la crisis, apoyando compañías financieros y bancos (Udaibir et al., 2010).

Acorde a Klitzing et al., (2010) antes del año 2000 existía casi una docena de Fondos Soberanos de Inversión sostenidos estatalmente por: superávits fiscales, operaciones oficiales de moneda extranjera, privatizaciones, o resultado de exportaciones de commodities, tales como petróleo, diamantes y cobre. Sin embargo, para el año 2002 los FSI tuvieron un incremento debido al alza de los precios del petróleo, ya que esto generó un crecimiento en las cuentas corrientes asiáticas y sus excedentes.

Si bien finalizando el siglo XX existían una docena de fondos invirtiendo sus excedentes comerciales, la cifra va en aumento: a finales de 2009 se indicaba que más de 50 fondos estaban en operación, correspondiente a 35 países con 4,032 billones de dólares de acuerdo con Udaibir et al. (2010), pero para el año 2015 la cifra ha incrementado y existen 79 FSI que poseen aproximadamente 7,273 billones de dólares, es decir ha aumentado su total de activos en aproximadamente un 180% (Sovereign Wealth Fund Institute, 2015).

La tabla 3 denota el ranking de los FSI de acuerdo con sus activos, se han tomado los primeros 10 considerando sus características y la fuente de ahorro y financiación:

Tabla No. 4: Ranking de mayores FSI de acuerdo con sus activos

Número ranking	País	Nombre FSI	Activos (USD bil)	Año de Inserción	Origen de sus recursos
1	Noruega	Government Pension Fund-Global	\$873	1990	Petróleo
2	Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	\$773	1976	Petróleo
3	China	China Investment Corporation	\$746,7	2007	No commodities
4	Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	\$671,8	n/a	Petróleo
5	Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$592	1953	Petróleo
6	China	SAFE Investment Company	\$547	1997	No commodities
7	China-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$400.2	1993	No commodities
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	\$344	1981	No commodities
9	Qatar	Qatar Investment Authority	\$256	2005	Gas y petróleo
10	China	National Social Security Fund	\$236	2000	No commodities

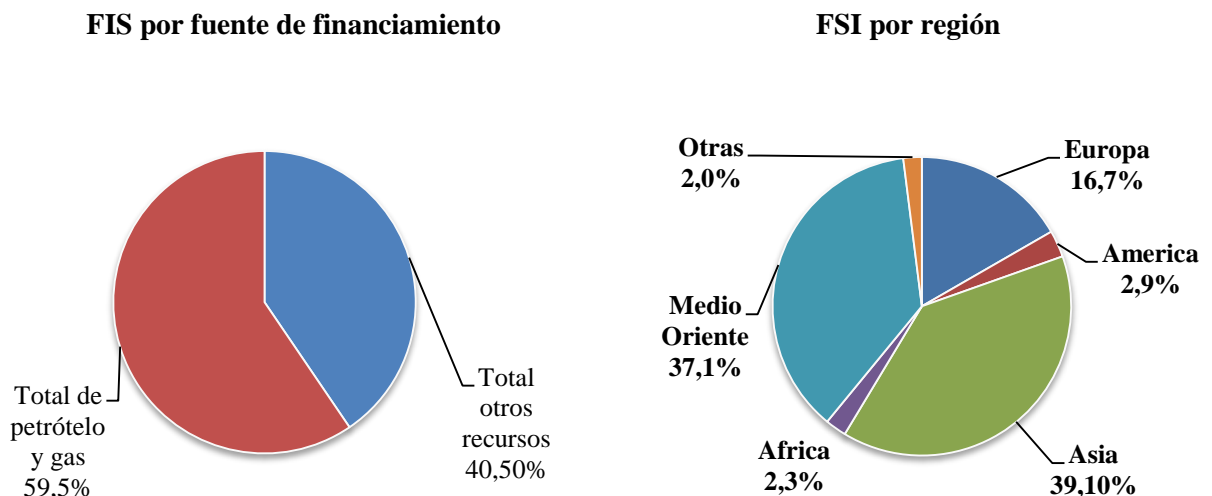
Fuente: creación de los investigadores, tomada de Sovereign Wealth Fund Institute (2015)

Ahora bien, de acuerdo con Sovereign Wealth Fund Institute (2015), al año 2014 el origen de los recursos para la constitución de los FSI a nivel mundial estaban representados como se

denota en la figura 1 en un 59,5% por petróleo y gas principalmente, y el 40,5% por otros como diamantes, minerales, cobre y fosfatos, entre otros como se muestra en la figura 1. Se infiere de la información presentada que los recursos naturales constituyen la principal fuente de ahorro y financiación de los FSI a nivel mundial, en tanto generan excedentes en las economías productoras y exportadoras de los mismos y los gobiernos buscan alternativas de inversión, considerando la creación de un FSI que permita canalizar dicho ahorro que obtienen.

Además, la distribución geográfica de los mismos se encuentra concentrada en Asia y el Medio Oriente, con el 39,1% y el 37,1% respectivamente como se grafica en la figura 1; esto se debe a que muchos de los países de éstas regiones concentran gran parte de los recursos naturales a nivel mundial, además de ser países emergentes y en vía de desarrollo en busca de alternativas para aumentar su crecimiento económico.

Figura No. 1: FSI de acuerdo con el origen de sus recursos y su ubicación geográfica (Cifras estimadas para el 2014).



Fuente: creación propia con datos de Sovereign Wealth Fund Institute (2015)

De lo anterior, se puede afirmar que los FSI constituyen actualmente una de las principales estructuras de ahorro e inversión que poseen los Estados y que son gestionados por los gobiernos para conseguir objetivos macroeconómicos, dinamizar su economía y ahorro para futuras generaciones o para la inversión en el desarrollo económico y social, con la importancia de los

recursos naturales pues la mayoría de países utilizan sus excedentes de exportación de commodities para dar lugar a un FSI.

5.1.4 El ahorro y su relación con los Fondos Soberanos de Inversión

La importancia de tener en cuenta el ahorro y la gestión en los Fondos Soberanos de Inversión reside en que es una variable explicativa para su creación, pues se debe demostrar que el dinero que un gobierno ahorra (que podría haber sido gastado en bienestar social o infraestructura según algunos, o constituye impuestos que no tienen por qué haber sido gravados) será bien gestionado por medio de un Fondo Soberano de Inversión, y que la economía se beneficiará directamente del aumento del ahorro público (Shields & Villafuerte, 2010).

Es así como este ahorro puede provenir de persistentes superávits en cuenta corriente que se traducen en la acumulación de activos en el extranjero (Castelli & Scacciavillani, 2012), pero además ésta acumulación de reservas promueve la necesidad de considerar un adecuado nivel de las mismas que denote beneficios a la economía como liquidez en una crisis, o reducir la volatilidad de los ingresos del gobierno y limitar los efectos de fenómenos como la enfermedad holandesa.

Es decir, la acumulación de reservas y el exceso de estas crea la necesidad de gestionar e invertir diferente, pues puede existir la posibilidad de necesitar un apoyo de liquidez en una crisis que se puede prevenir por el exceso de reservas siendo utilizado para perseguir una inversión a largo plazo con poca liquidez pero intentando ganar grandes retornos.

En este sentido, y refiriendo a Korzack, Laxton, & Srinivasan (2011) la capacidad que tienen los países para ahorrar o gastar más en ahorro o inversión permiten consolidar una medida del éxito de la economía global, por ejemplo para los autores es apropiado que después del boom de inversión que tuvo lugar en Asia en 1997-1998, o el aumento de los precios de petróleo y gas entre 2003 y 2008; en algunos países asiáticos y principalmente exportadores de petróleo la estrategia que podrían adoptar se inclinaba hacia ahorrar más de lo que podrían invertir en el país.

De este modo, el establecimiento de los FSI se ha articulado en un deseo de los gobiernos por aumentar la rentabilidad de las grandes activos extranjeros acumulados en los últimos años. Por ejemplo, para los exportadores de productos básicos o recursos naturales principalmente los productores de petróleo, los FSI tienen un componente de estabilización diseñado para ahorrar los ingresos corrientes de los altos precios de las materias primas para que puedan ser utilizados en un

escenario donde los precios bajan. Esto surgió de un deseo de evitar los ciclos de auge y caída del pasado, y se ha puesto en práctica en muchos de estos países en los últimos años después de la caída del precio del petróleo (Korzack, Laxton, & Srinivasan, 2011).

Pero además de que el establecimiento del FSI puede ayudar a evitar los ciclos de auge y caída, Shields & Villafuerte (2010) analizan cómo los países optan por establecer FSI para ayudar a administrar el ahorro del gobierno y además asegurar que estos fondos logren objetivos de tipo macroeconómico en el país ligado con las diferentes necesidades.

En cuanto los FSI no son un grupo homogéneo pues pueden servir a diferentes fines, algunos aspectos se pueden evidenciar en el manejo del ahorro por parte de los FSI con relación a lo expuesto por Balding (2011): primero, un fondo soberano es un grupo de capital que normalmente deriva su base de los ingresos de recursos naturales, aunque también puede surgir de superávits fiscales continuados y de la acumulación de reservas de divisas. Por ejemplo, los FSI de Kuwait, Abu Dhabi, Noruega, Arabia Saudita, Rusia, Chile y Omán canalizan fondos de las regalías de materias primas.

Segundo, quien ejerce control sobre el fondo suele ser una entidad ligada al gobierno pero independiente de este, para que no exista intromisión de presiones políticas en el recaudo el ahorro y en las estrategias de inversión que se deben adoptar para el mismo, teniendo siempre el control de estos grandes fondos de capital que representan los FSI.

La acumulación de excedentes y en consecuencia la gestión que han hecho los FSI de estos, han generado bastante interés a nivel mundial, denotando diferentes posiciones por parte de los Estados. Por ejemplo, bajo el punto de vista de Persaud (2011) una de las principales preocupaciones hacia los mercados emergentes corresponde a considerar que la administración de los recursos puede tener objetivos políticos, tales como el empobrecimiento de sus vecinos; o la gestión por parte de gobiernos no democráticos se vincula a la búsqueda de ventajas mercantilistas y políticas.

En muchos países de Occidente se denota una dicotomía pues impulsaron la liberalización de las economías emergentes en la década de 1990 e instaron a que se debía estar poco preocupado acerca de quién está invirtiendo en el país, pero con el aumento de las inversiones de los FSI principalmente de Oriente Medio y Asia han generado reacciones proteccionistas de las inversiones

extranjeras aludiendo a que pueden perseguir diferentes objetivos políticos y económicos (Persaud, 2011).

Igualmente, de acuerdo con Blundell-Wignall y Wehinger (2011) la preocupación que se plantea con mayor frecuencia es que los gobiernos que poseen FSI pueden usar su poder financiero para construir ventajas estratégicas en contra de los intereses nacionales de los países receptores, en áreas como la energía, las telecomunicaciones y la tecnología, además de alcanzar objetivos con respecto a la política exterior; que pueden afectar cuestiones de seguridad nacional. Con base en esto, los autores plantean que las restricciones de inversión en los países receptores, solo deben considerarse cuando las políticas de aplicación general como por ejemplo la política de competencia, la concesión de licencias, impuestos, regalías, y la regulación financiera son inadecuadas para abordar las preocupaciones legítimas de seguridad nacional.

O'Brien (2011) señala además que muchos países imponen restricciones a la inversión extranjera directa en tecnologías de doble uso (civil y militar) relacionadas con defensa e inteligencia militar, además de protección de portales de comunicación básica así como a proveedores de transporte por miedo a la influencia externa indebida.

Así mismo, otros tipos de crítica a los que se enfrentan los FSI corresponde a una externa por el miedo a que se conviertan una amenaza potencial a Occidente por el poder financiero emergente y una doméstica, por la acusación de que desperdician los excedentes nacionales (Quadrio, 2011). De este modo, el autor enfatiza en que la cuestión esencial del asunto es la forma en que los excedentes deben ser invertidos con el fin de contribuir al futuro económico de los países.

La acumulación del ahorro y el uso a través de la creación de estas instituciones de gestión patrimonial como lo son los FSI en relación con lo expuesto por Avendaño & Santiso (2009) se cuestionan por las inversiones de los mismos. En un estudio reciente por los dos autores que realizaron sobre una base geográfica y sectorial de los FSI, introdujeron la variable política tanto en los países emisores y receptores, encontrando que si bien los países que invierten suelen tender a ser menos democráticos, no discriminan por un criterio o sesgo político la asignación de los activos, pues se invierten tanto en regímenes democráticos como autocráticos y se impulsan es por la estabilidad financiera.

Tal y como se mencionó en páginas anteriores, la preocupación por la regulación de los FSI y específicamente por la transparencia, orientación de la inversión y rendición de cuentas culminó en los PPGA, que tienen como objetivo promover transparencia, responsabilidad y buena gobernanza en estas instituciones de inversión, además de establecer que las inversiones se realizan solo bajo criterios económicos y financieros, aunque la implementación ha sido débil debido a que no existen autoridades formales para hacer cumplir el código de conducta (Bazoobandi, 2013) en tanto los principios no son vinculantes.

Finalmente, en concordancia con lo presentado por Kern (2010) el ahorro de los Estados sobre la base de los ingresos presupuestarios o reservas oficiales, que se extrapola en la conformación de figuras como los FSI en tanto son vehículos de inversión financiados por el Estado, buscan aumentar los rendimientos de los recursos públicos a través del tiempo ya sea para potencializar factores macroeconómicos o para el ahorro para futuras generaciones, y se convierte en una variable transversal para el estudio de los fondos.

5.2. Políticas económicas para el manejo de ingresos fiscales por recursos naturales no renovables

Entre los desafíos que tienen los Estados en la administración de recursos naturales no renovables se encuentran evitar la desestabilización macroeconómica, redistribuir equitativamente la riqueza minera entre la generación presente y las futuras y promover la diversificación económica (Borensztein, Piedrabuena, Ossowski, Mercer-Blackman, & Miller, 2013).

Debido a lo anterior, y considerando que los recursos son agotables y sus ingresos pueden ser volátiles, el Estado debe tomar decisiones que permitan un manejo adecuado de los ingresos por la explotación y exportación de los mismos, poniendo especial énfasis en la política fiscal como un marco de política claro para cumplir objetivos fiscales y económicos globales en la asignación de recursos que dispone el gobierno (Fondo Monetario Internacional, 2007), y con la idea de ahorrar los recursos extras para la inversión y el crecimiento de la economía, a través de FSI como estrategia de dicha política.

En este sentido, este apartado expone las características principales del manejo de los ahorros por commodities, a través de la importancia del sector petrolero y el sector minero en Noruega y Chile y las políticas económicas que han implementado los Estados para el manejo de

dichos ahorros, denotando la combinación en los dos países de los FSI y una regla fiscal para la gestión y administración del ahorro fiscal.

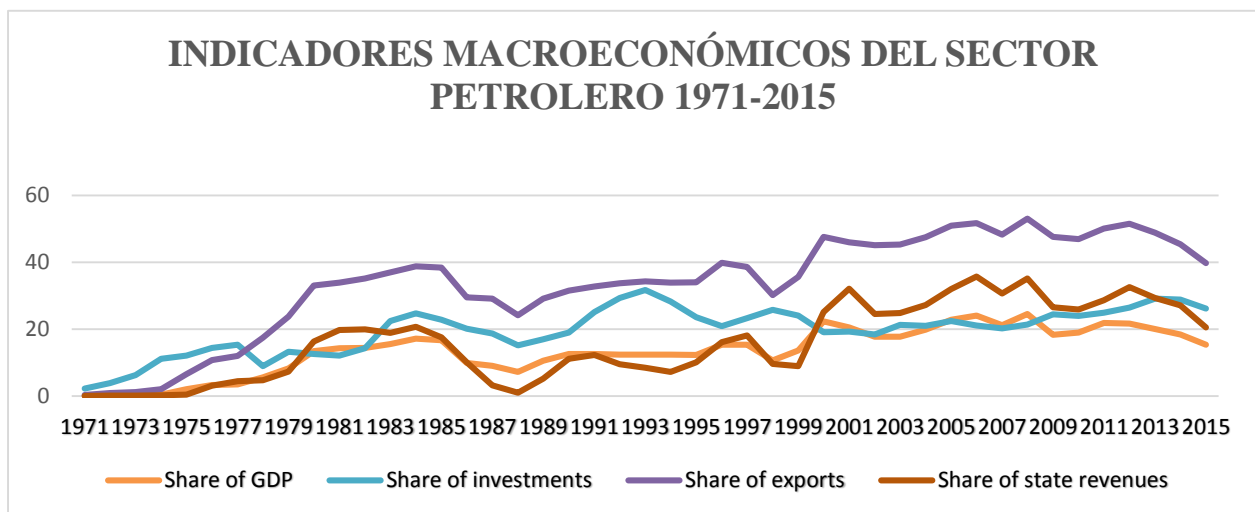
Para el caso de Noruega, se revisan investigaciones y estadísticas de Bygdevoll (2014, (Nyland, 2015) (Norskipetroleum , 2015), (Norwegian Petroleum Directorate, 2014), (Borten, 2014), (Knowledge Development Ltd. , 2012), (Schmidth, 2012), entre otros. Para el caso de Chile se toma en cuenta a Arellano(2006), Arenas de Mesa (2008), Borensztein, Piedrabuena, Ossowski, Mercer-Blackman, & Miller (2013) , Consejo Minero de Chile (2014), Drexler, Engel, & Valdés, (2001), Ministerio de Hacienda de Chile(2010), Rodríguez , Tokman, & Vega (2006) Rodríguez, Escobar, & Jorratt (2009), Rodríguez, Vega, Chamorro, & Acevedo (2015) y Velasco, Arenas de Mesa, Céspedes, & Rodríguez (2007).

5.2.1 Ahorro fiscal en Noruega

5.2.1.1 Importancia del petróleo en Noruega

El sector petrolero y de gas es considerado como el más grande del Estado noruego, además de ser de gran importancia para la economía Noruega y su gobierno por los ingresos que le genera al Estado. Los primeros hidrocarburos fueron descubiertos en 1969. Desde sus inicios, el sector petrolero ha crecido hasta convertirse en la industria más valiosa en Noruega en términos de su participación en el Producto Interno Bruto y los ingresos fiscales (Bygdevoll, 2014).

Figura 2. Indicadores macroeconómicos del sector petrolero Noruega 1971-2015



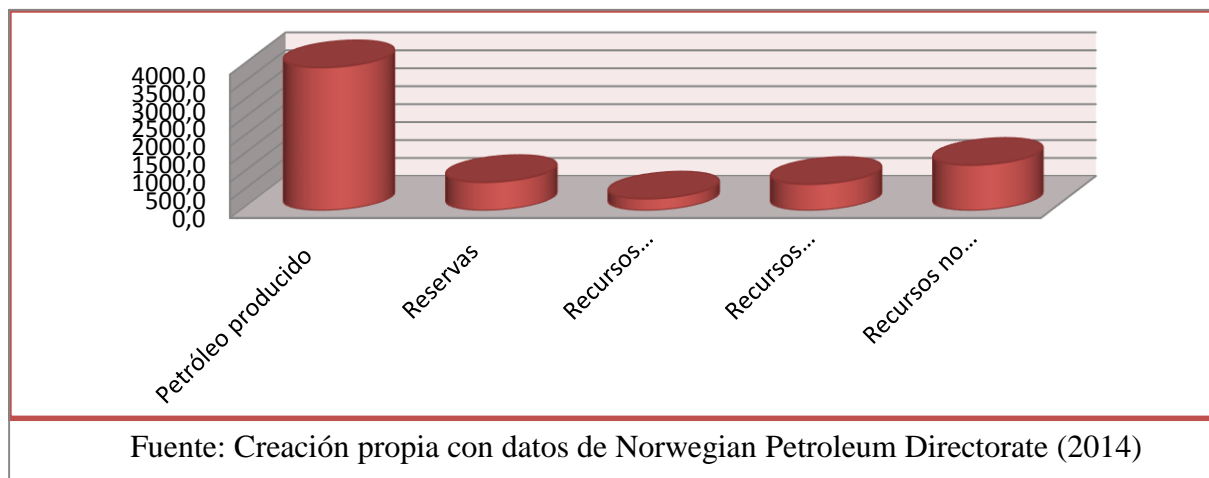
Fuente: Creación Propia con datos de Norskipetroleum (2015)

Teniendo en consideración la gráfica anterior, a partir de 1975 el sector del petróleo empezó a tener participación en el Producto Interno Bruto de Noruega con un porcentaje del 2% y logrando su máxima participación en el año 2008 con un porcentaje del 28%. Sus participaciones en los ingresos del Estado se empezaron a denotar en 1976 con un porcentaje del 3% y logrando su mayor participación en 2006 con el 36%. Estas cifras denotan el crecimiento que ha tenido el sector petrolífero y la importancia del mismo para la economía noruega.

En este sentido de acuerdo con Norwegian Petroleum Directorate (2014) la industria del petróleo emplea a más de 240.000 personas noruegas, ya sea directa o indirectamente, y tiene tanto efectos locales como regionales. Desde que la producción comenzó en la plataforma continental, a principios de 1970, las actividades petroleras han contribuido con más de 11 000 billones de Coronas Noruegas (NOK) al actual PIB de Noruega. Sin embargo, hasta el momento, sólo el 45% de los recursos recuperables estimados en la plataforma se han producido y vendido.

Para el año 2014, el Estado Noruega produjo 3984 m³ de petróleo, tuvo 786 m³ de reservas, 327 m³ de recursos contingentes en campo (los recursos contingentes incluyen depósitos de petróleo que se ha comprobado, pero que no se ha hecho ninguna decisión con respecto a su producción), 732 m³ de recursos contingentes en descubrimiento y finalmente 1265 de recursos no descubiertos¹ (Nyland, 2015).

Figura No. 3: Recursos de petróleo para el año 2014 (Millones de metros cúbicos)



¹ Recursos no descubiertos consisten en depósitos de petróleo y gas que están, probablemente, presentes y son recuperables, pero que aún no han sido probados por la perforación.

Adicionalmente, la importancia del sector petrolero en la economía noruega, es medida en términos de los ingresos que aporta al Estado, las inversiones y el valor de las exportaciones. Así pues, para el año 2015, la participación del sector petrolero en el Producto Interno Bruto en Noruega fue de 15%, de 20% en el total de los ingresos del Estado, de 26% en el total de las inversiones y finalmente de 39% en el total de las exportaciones (Norskpetroleum , 2015). Dadas estas cifras, es importante denotar que el sector de hidrocarburos tiene una gran participación en las finanzas del Estado noruego.

Por otro lado, el Estado noruego estableció unos principios básicos para la gestión de sus recursos petroleros, uno de éstos principios es que la exploración, desarrollo y producción deben dar lugar a la máxima creación de valor para la sociedad, y que los ingresos deben acumularse al estado noruego y así beneficiar a la sociedad en su conjunto (Bygdevoll, 2014).

La razón principal de esto son los extraordinarios rendimientos que se pueden obtener mediante la producción de los recursos petroleros. La distribución y venta de hidrocarburos se lleva a cabo por medio de empresas privadas, con base en los criterios legales, por lo que los precios incluyen los costos de producción, transporte y almacenamiento. Solo dos refinerías existen en el país, Statoil con una participación del 79% y Shell con participación de 21% (Romo, Pérez, & Jimenez, 2013)

Statoil es una empresa pública de responsabilidad limitada organizada al amparo de las leyes de Noruega. Esta organizada en 7 áreas de negocio que entraron en operación desde 1972: Exploración y producción Noruega; Exploración y producción internacional; Gas natural, procesamiento y marketing; energías renovables; proyectos y tecnología y nueva energía. El estado es dueño de un poco más del 65% de las acciones, que se ubican entre una de las 10 compañías más sustentables (Statoil, 2009)

Dado que estos recursos pertenecen a la sociedad en su conjunto, el Estado noruego asegura una gran parte de la creación de valor a través de los impuestos y el sistema conocido como State's Direct Financial Interest (SDFI)² en la industria petrolera (Borten, 2014). La renta petrolera en

² El SDFI es un sistema bajo el cual el Estado noruego posee participaciones en una serie de campos de petróleo y gas, oleoductos y las instalaciones en tierra. Para los campos de petróleo y gas, la proporción se determina cuando se otorgan licencias de producción, y varía de un campo a otro. Como uno de los propietarios, el gobierno cubre su parte de las inversiones y los costes, y recibe una parte correspondiente de los ingresos por licencias de producción

noruega se distribuye entre los participantes de la industria, es decir privados y gobierno, correspondiendo a este ultimo la mayor parte a través del régimen fiscal aplicado, consistente en el cobro de regalías, impuestos y dividendos obtenidos en las empresas estatales (Romo, Pérez, & Jimenez, 2013).

Existen dos mecanismos principales aplicables en materia fiscal a la industria petrolera. El primero es un impuesto corporativo normal del 28% y un impuesto especial sobre la producción de petróleo de 50%, lo cual arroja una tasa combinada del 78% sobre las utilidades generadas por cada empresa en el año.

Finalmente, los ingresos del gobierno provenientes de las actividades de petróleo son transferidos al Government Pension Fund de Noruega, que a finales de 2014 tuvo participaciones con un valor total de más de NOK 6 400 millones (Norskpetroleum , 2015). Así pues, la exploración, explotación, producción y distribución de los hidrocarburos de Noruega es manejada por organizaciones tanto privadas como públicas. La máxima creación de valor se da a través del sistema de impuestos que maneja el Estado y en una segunda instancia a través de las inversiones que realiza el Fondo Soberano de los ingresos obtenidos.

5.2.1.2 Política fiscal

Dada la importancia del sector petrolero para la economía noruega y su gobierno, el Estado ha desarrollado una política fiscal que busca maximizar la creación de valor para la sociedad, tomando como base los ingresos netos que el Estado recibe de la actividad petrolífera.

Siguiendo a Knowledge Development Ltd. (2012), y situando algunos antecedentes de la política fiscal que inicio en 2001, desde el año 1972 el Estado noruego consagró el principio de la separación comercial de las funciones administrativas en el sector petrolero. El principio fundamental es que el gobierno debe poseer los recursos y asegurar la mayor parte de los beneficios, mientras que las compañías petroleras deberán obtener un rendimiento razonable.

Asimismo, sentó las bases de las funciones que debían desarrollar dos nuevas instituciones, la compañía petrolera estatal, Statoil³, y el Norwegian Petroleum Directorate⁴. Para 1990, el Estado noruego creó el Petroleum Fund; el cual fue, y es, una herramienta de política fiscal para apoyar el manejo de los ingresos petroleros a largo y corto plazo.

La creación de éste fondo estuvo motivada por tres razones. Primero, los ingresos del petróleo son volátiles, y el fondo fue establecido para separar el gasto del gobierno de las fluctuaciones del ingreso. Segundo, la solidaridad entre generaciones y el incremento de los pasivos de las pensiones; y finalmente, la tercera razón fue evitar la enfermedad holandesa (Knowledge Development Ltd. , 2012).

En 2001, el gobierno de Noruega crea una nueva política fiscal, “The fiscal spending rule”; la cual tiene tres objetivos: I. La estabilidad macroeconómica II. La equidad intergeneracional y III. Eficiencia del uso de recursos (Schmidth, 2012); objetivos que se interrelacionan con los que motivaron la creación del Fondo Soberano.

Así pues, ésta política fiscal estipula que el flujo neto de los recursos por extracción de petróleo y gas que recibe el Gobierno Central deben ser trasladados en su totalidad al Fondo de Pensiones del Gobierno vía presupuesto del Gobierno (Regjeringen.no, 2015).

Los rendimientos del fondo son ajustados por el ciclo económico y la incertidumbre en su retorno. (OECD, 2014). De esta manera, este ajuste le permite al Gobierno noruego gastar menos de la tasa de retorno en una fase expansiva del ciclo económico, o, por el contrario, si la economía se encuentra en la parte baja del ciclo, gastar más del retorno esperado. Además, el ingreso esperado real⁵ de los rendimientos del fondo debe ser devuelto al presupuesto para propósitos de gasto. Actualmente, el rendimiento esperado del fondo es de 4% (Regjeringen.no, 2015).

De este modo, la regla fiscal que se creó en 2001, y que es vigente actualmente, establece un aislamiento del gasto del gobierno de los ingresos petroleros; dado que establece que los

³Statoil es una compañía Noruega dedicada a la explotación y producción de petróleo. La sede principal se encuentra en Stavanger, Noruega; tiene aproximadamente 22.000 empleados en todo el mundo, y se cotiza en las bolsas de Nueva York y Oslo

⁴Norwegian Petroleum Directorate es una agencia del gobierno noruego y es responsable de la regulación de los recursos de petróleo de la plataforma continental de Noruega. Es decir, busca asegurar que los recursos de petróleo sean asignados en una manera óptima al mismo tiempo de incurrir en el mínimo impacto ambiental. Es dependiente del Ministerio de Petróleo y Energía.

⁵ En el ingreso esperado real se tiene en cuenta la pérdida de valor del dinero; es decir, la inflación.

ingresos netos provenientes de la actividad petrolífera solo se usarán en época de déficit pero sin sobrepasar el rendimiento real que tenga el GPFG en dicho momento.

Con respecto a la equidad intergeneracional, el Estado mediante la transformación de los ingresos del petróleo en una cartera diversificada de inversiones financieras en los mercados mundiales de capital a través de SWF de Noruega, espera acumular dinero para que futuras generaciones puedan gozar de los beneficios (riqueza) que genera la actividad petrolífera (Schmidt-Hebbel, 2012).

En suma, la política fiscal y el Fondo Soberano son dos instrumentos fundamentales para la estabilidad económica del país y para la gestión de la riqueza. Estas dos herramientas comparten los mismos objetivos macroeconómicos, se interrelacionan directamente, denotan la importancia que el sector petrolífero representa para la economía noruega, y promueven el ahorro; variable esencial para el crecimiento económico

5.2.2 Ahorro fiscal en Chile

5.2.2.1 Importancia del cobre en la economía chilena

La importancia de la explotación de los recursos naturales en Chile radica en que es un país dependiente de mercados de commodities, ya que es el primer productor mundial de cobre aportando el 30% a la producción mundial en el año 2014, seguido de China con el 9%, Perú con el 8%, Estados Unidos con el 7%, Australia el 5% y otros países como Mongolia, Brasil, República Democrática del Congo entre otros con el 41% restante (Consejo Minero de Chile, 2014).

Con respecto al consumo de cobre en el mundo, China ha sido el gran impulsor ya que es el principal consumidor mundial con el 47 % de participación, seguido de Europa con 12% y Estados Unidos con el 9%. Esto se relaciona de acuerdo con el Consejo Minero de Chile (2014) en que el uso del cobre en la construcción y el equipamiento electrónico representa una fuerza importante en la actividad económica, y poseen un 60% del consumo total del metal en el año 2014.

En lo que refiere al ámbito nacional, con respecto al año 2014 el sector minero (que si bien no solo corresponde a cobre, porque está integrado por molibdeno, oro y plata; sí es el mayor rubro en el conjunto de la minería chilena) aportó 11,2% del PIB (Producto Interno Bruto), el 8,9 % de los ingresos fiscales y el 54,7% de las exportaciones totales del país, en donde las exportaciones de cobre representaron el 92,4% de las exportaciones mineras y el 50,5% de las exportaciones totales del país (Consejo Minero de Chile, 2014).

Como se muestra en la figura 3, correspondiente a la participación que tiene la minería en el PIB total de Chile, entre los años 2004 y 2014 se evidencia un crecimiento desde el año 2003 hasta el año 2007, en este último año el cobre representa el 20,5%, con una caída en los años 2008 y 2009 por la crisis financiera que se vivió a nivel mundial, se recuperó en el año 2010 con el 16%. En esta década el PIB del sector minero tuvo un aumento del 38,2% y es relevante para la economía no solo por su aporte directo al PIB sino porque involucra muchos sectores de la economía.

Figura 4. PIB del sector minero y su participación en el PIB nacional 2004-2014



Figura No. 3: PIB del sector minero y su participación en el PIB nacional 2004-2014, que muestra el histórico de la minería del cobre, las otras actividades mineras y en conjunto su participación en el PIB. Fuente: retomado de Consejo Minero de Chile (2014, pág. 21).

Las anteriores cifras e indicadores dan cuenta que la explotación y exportación de cobre en Chile generan importantes aportes a la actividad económica, y de acuerdo con Drexler, Engel, & Valdés (2001) existe un problema de la distribución de la riqueza que generan las minas de cobre que pertenecen al estado de Chile entre generaciones presentes y futuras. Así, los autores plantean que los ingresos del cobre son transitorios, que existe volatilidad en el precio del cobre que además

de su efecto directo, impacta sobre el resto de la economía y que el ingreso total y el ingreso fiscal aumentan en el tiempo.

Para hacer frente a estas situaciones, el aparato fiscal del país debe consolidar una política pública que permita ahorrar en periodos de auge y reducir el impacto de situaciones coyunturales en la economía por el ciclo del cobre. En este sentido, en la próxima sección se explica la manera en la que el Estado chileno maneja su política fiscal y el ahorro que surge en la implementación de esta.

5.2.2.2 Política fiscal

Como consecuencia del ciclo del cobre y las fluctuaciones del precio del mismo, Chile se enfrenta ante retos en materia económica pues necesita amortiguar el impacto que generan situaciones de tipo coyuntural en la economía como crisis, caída del precio del cobre o factores aleatorios a su explotación y exportación; y esto lo realiza por medio de la política fiscal que considera la importancia del cobre para las finanzas públicas.

Siguiendo a Arellano (2006) y para situar algunos antecedentes de la política fiscal que comenzó a funcionar en la década del 2000, desde el año 1987 Chile adoptó un mecanismo con el objetivo de la sustentabilidad a largo plazo, creando un fondo de estabilización de ingresos del cobre que tenía como objetivo ahorrar recursos cuando el precio del año supera el precio de largo plazo, y recurrir a estos cuando el precio esté por debajo.

Así, como principales beneficios de la consolidación del Fondo de Compensación del Cobre (FCC) con referencia a lo expuesto por Rodríguez, Vega, Chamorro, & Acevedo (2015), resultaron administrar las bonanzas del precio del cobre⁶ y enfrentar los periodos de dificultades, principalmente en reducción de la deuda externa que ayudó a evitar la expansión del gasto fiscal más de lo sostenible en el mediano plazo contribuyendo a la política macroeconómica contracíclica, operando hasta el 2006 por la promulgación de la Ley de Responsabilidad Fiscal⁷ y la creación de dos fondos diferentes.

En el año 2001, la política fiscal crea un mecanismo denominado Balance Estructural (BE), que se refiere de acuerdo con Rodríguez, Tokman, & Vega (2006) a “el concepto de balance

⁶Los ingresos que administraba el fondo solo se referían a recursos provenientes de las exportaciones de cobre efectuadas por Codelco (Corporación Nacional del Cobre de Chile) empresa del Estado con patrimonio propio.

⁷ La Ley de Responsabilidad Fiscal se explicará con mayor detalle más adelante.

estructural implica estimar los ingresos fiscales que se obtendrían de manera aislada del ciclo económico y, consecuentemente, autorizar un gasto público coherente con dichos ingresos” (pág. 5).

Lo anterior, refiere que esta regla de balance estructural toma en cuenta los ingresos permanentes o estructurales del Fisco, ajustando gastos del gobierno sin considerar situaciones coyunturales y tomando niveles de tendencia en el PIB y en los precios del cobre y el molibdeno, es decir si estos fuesen de largo plazo en busca de conseguir una estabilidad macroeconómica.

En consecuencia Rodríguez, Escobar, & Jorratt (2009) afirman que en los años de ingresos cíclicos positivos, se genera un ahorro de recursos fiscales, mientras que en los años de ingresos ciclos negativos se produce un desahorro. Por ejemplo, los elevados precios del cobre que se dieron a partir de 2006 y hasta el primer semestre de 2008 produjeron altos ingresos fiscales cíclicos, “originando superávits fiscales récord (7,7% del PIB en 2006, 8,8% en 2007 y 5,3% en 2008) que no sólo permitieron sustentar los déficits de años anteriores, sino que además posibilitaron una acumulación sin precedentes de activos financieros en el Tesoro Público” (Rodríguez et al.,2009, pág. 10).

En este sentido, la política fiscal se considera contracíclica pues aísla el efecto cíclico de tres variables(para estimar el ingreso y el gasto público coherente con los ingresos estructurales) que son: la actividad económica, el precio del cobre y el precio del molibdeno; la estimación del precio de referencia del cobre y la tasa de crecimiento del PIB de tendencia es realizada por un comité de expertos independientes del gobierno, el primero a 10 años y el segundo por un nivel de producción de tendencia, por su parte el precio del molibdeno es calculado sobre la base de criterios históricos (Rodríguez et al.,2006).

Lo anterior que resume la asignación del ingreso y el gasto en el país, permite distinguir los movimientos en los resultados fiscales que provienen de decisiones de política, de aquellos que provienen de los efectos cíclicos de las tres variables que se toman en consideración (Rodríguez et al., 2006) y que en definitiva demuestran la influencia directa de la minería del cobre y la necesidad de poder aislar los efectos de posibles alzas y bajas el precio del mismo para disminuir el efecto en la economía en conjunto y que asegure una acumulación de activos frente a posibles desequilibrios en situaciones de bajos ingresos por el cobre.

La política fiscal también cuenta con una meta y es alcanzar un superávit estructural del Gobierno Central equivalente a 1% del PIB en el periodo correspondiente al 2001-2007, la cual se redujo a 0,5% del PIB en el Presupuesto 2008 y posteriormente la meta se rebajó a 0% en 2009 para enfrentar la crisis, y después de estos años se ha propendido por disminuir el déficit estructural que dejó la crisis (Ministerio de Hacienda de Chile, 2010).

Además de esta regla de balance estructural, en el año 2006 como avance en la política fiscal de Chile se promulga la Ley No. 20.128 o Ley de Responsabilidad Fiscal que institucionaliza la política de balance estructural, crea dos FSI para los excedentes fiscales, autoriza la capitalización del Banco Central de Chile entre otros aspectos para administrar los activos fiscales del país. Con la creación de los fondos denominados el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) el antiguo Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre concluyó su operación refundiéndose en el FEES (Velasco, Arenas de Mesa, Céspedes, & Rodríguez, 2007; Rodríguez et al., 2006 y Arenas de Mesa, 2008).

Los principales beneficios que ha generado esta política fiscal con los componentes descritos es que al ser contracíclica ha atenuado los altos y bajos de la economía, ha aumentado el ahorro público en tiempos de auge (principalmente en el precio del cobre y el molibdeno), ha reducido la necesidad de la economía de contar con financiamiento externo asegurando la sustentabilidad del financiamiento de políticas sociales con planificación de largo plazo (Rodríguez et al., 2006).

Como resultado de combinar en la política chilena la regla de balance estructural, la meta de superávit estructural y la creación de los dos FSI; se denota la importancia de los ingresos de la minería en el sector público y los beneficios que han generado este fortalecimiento fiscal para las finanzas públicas, promoviendo la estabilización macroeconómica y ratificando que el ahorro constituye una prioridad en la agenda política y económica del país pues es necesario ahorrar los recursos extras provenientes de la explotación del cobre para poder gastarlos cuando se enfrenten coyunturas que puedan disminuir el ingreso, además de generar sostenibilidad en el largo plazo a través de la conversión de dichos recursos en otras fuentes de riqueza.

5.3 Gestión del ahorro de los recursos naturales por parte de los Fondos Soberanos de Inversión de Noruega y Chile

Las secciones anteriores han proporcionado elementos necesarios de la investigación para la descripción de la gestión pública de los FSI del ahorro de la explotación de sus recursos naturales. De este modo, se han tomado en cuenta los aspectos que se interrelacionan en la gestión pública de estos recursos estatales evidenciados en los intereses propios de cada Estado y en variables de tipo económico y político que determinan la gestión del ahorro en los fondos de los países mencionados.

Así pues, se han identificado tres áreas clave de acuerdo con los PPGA que dan cuenta de la gestión de los recursos por parte de los FSI, y de la coordinación de las políticas para el manejo de los beneficios que generan la explotación de dichos recursos naturales; correspondientes a: el marco legal que da la pauta de los objetivos y coordinación de los FSI denotando la etapa de planificación; el marco institucional y la estructura de gobierno que alude a la organización y dirección por parte de los diferentes órganos de la gestión del ahorro y finalmente el marco de gestión del riesgo y de la inversión que corresponde al control que se realiza para minimizar el riesgo de los recursos por parte de los FSI.

Es así como esta sección con base en el análisis de la información recolectada, se describe la gestión de los FSI de Noruega y Chile a través de los tres marcos mencionados y con apoyo de informes oficiales de las organizaciones gubernamentales de los dos países y de artículos académicos.

5.3.1 Gestión del ahorro de los recursos naturales de los FSI de Noruega

Teniendo en cuenta que los fondos soberanos de Noruega son una herramienta de política fiscal para lograr objetivos macroeconómicos a largo plazo y gestionar los ingresos provenientes de la explotación de commodities, principalmente petróleo y gas; se presentará a continuación el marco legal, institucional y de gestión de riesgo de los FSI; variables que constituyen la base para la gestión que hace el Estado noruego sobre sus ingresos netos provenientes de los commodities.

5.3.1.1 Marco legal de la gestión de los FSI de Noruega

El marco legal denota la etapa de creación y planificación por parte del gobierno para la consolidación de los FSI, estableciendo las principales directrices que guiaran el funcionamiento de dichos fondos. En primer lugar se mostrará los lineamientos que el gobierno estableció para el

“Government Petroleum Fund Global” y seguido se tendrá en cuenta el “National Insurance Fund” el cual también es conocido como Government Pension Fund- Norway.

Así pues, the Government Pension Fund Global es regulado por la Ley No. 36 del 22 de junio de 1990; la cual establece que el fondo debe actuar como un mecanismo de ahorro para distribuir los ingresos del petróleo a través de generaciones y actuar como una medida de protección contra las fluctuaciones del precio del petróleo (Rejgeringen, 2012).

En dicha ley, en su artículo número 2, se delega al Ministerio de Finanzas la responsabilidad de dictar las directrices en materia de inversiones y estrategias a utilizar para el funcionamiento del fondo. El dinero que gestionará el fondo provendrá de los ingresos netos de las actividades petroleras, los resultados netos de las transacciones financieras relacionadas con la actividad petrolífera y el retorno del capital invertido; es el parlamento noruego el encargado de decidir de dónde provendrá el dinero para el fondo.

El documento de creación del GPFG no establece una relación directa con la política fiscal, debido a que en los 90's el estado Noruego no recibía grandes ingresos de las actividades petrolíferas; es decir, el sector de hidrocarburos aún no se había convertido en el sector más importante de su economía. Además, es importante denotar que la primera inyección de dinero al GPFG solo se realizó hasta 1996.

A mediados de la década de los 90's se estableció el método de “contabilidad generacional” para evaluar la distribución intergeneracional de las cargas tributarias netas que estarían implícitas en la política fiscal actual. Para el año 2000, cuando los ingresos derivados del petróleo comenzaron a aumentar bruscamente, el gobierno cambió el marco de la política monetaria y fiscal con el fin de promover la estabilidad macroeconómica.

Así pues, en el 2001 se crea la regla fiscal la cual establece que todos los ingresos netos provenientes de la actividad petrolífera deben ser trasladados en su totalidad al fondo soberano y solo el ingreso esperado real (4%) debe ser devuelto al presupuesto del gobierno para propósitos de gasto (política fiscal explicada en el capítulo 3) (Regjeringen.no, 2015).

Adicionalmente, en el artículo 3 del documento de creación, decreta que el The Government Pension Fund no tiene derechos ni obligaciones vis-à-vis con entidades del sector privado o de las autoridades públicas y no podrá iniciar procedimientos legales o ser sometidos a un procedimiento judicial.

Por otro lado, el Government Pension Fund Norway (GPFN) es creado bajo la ley No. 12 del 17 de junio de 1966 y tiene como objetivo dejar parte de los activos nacionales para financiar el futuro gasto en seguridad social (Regjeringen, 2014).

El Fondo está regulado por las normas aprobadas por el Storting⁸ bajo la Ley Nacional de Seguros (n. 19 de 28 de febrero de 1967). Las normas facultan al Rey para emitir nuevas directrices sobre la gestión de activos y sobre su aplicación. Esta tarea, posteriormente, se ha delegado en el Ministerio de Finanzas (Folketrydfondet, 2010).

Según su documento de creación, el ingreso del GPFN consiste en el retorno del capital que invierte el GPFG. Es decir, los ingresos netos provenientes de la actividad petrolífera no pasan directamente al GPFN sino que deben ser trasladados al GPFG, este fondo invierte dichos fondos y solo el retorno de la inversión será trasladado al GPFN con el fin de que sean invertidos.

Los dos fondos han sido a menudo referenciados bajo un título general: el Fondo de Pensiones del Gobierno; el propósito del fondo se ha definido como: apoyar el ahorro del gobierno para financiar el gasto en pensiones del Régimen Nacional de Seguros y consideraciones en la estabilidad económica del país. Es decir, cuando se referencian los dos fondos bajo el título general se debe tener en cuenta que éste reúne los dos objetivos macro de cada fondo.

Así pues, los dos fondos se crean para servir como una herramienta de política fiscal, la cual busca lograr objetivos macroeconómicos y sociales a corto y largo plazo; son administrados separadamente y tienen diferentes estrategias de inversión, tema el cual explicaremos en la última sección.

5.3.1.2 Marco Institucional de la gestión de los FSI de Noruega

Para la gestión de los recursos provenientes de la explotación de commodities se hace necesaria la presencia de instituciones especializadas, decisorias y reguladoras que permitan el buen uso de los ingresos provenientes de la actividad petrolífera. Así pues, el “Government Pension Fund Global” es gestionado por dos instituciones principalmente: 1. El Ministerio de Finanzas y 2. El banco central (Norges Bank). Este último cuenta con una unidad de gestión de activos, el Norges Bank Investment Management (NBIM), el cual a su vez tiene un grupo líder que apoya sus operaciones. El Government Pension Fund Norway es gestionado a través de una

⁸ Entidad suprema de legislación en de Noruega

compañía estatal pero es el Ministerio de Finanzas el encargado de establecer las directrices de inversión.

En este sentido, es el Ministerio de Finanzas el dueño del "Government Pension Fund Global" (GPFG); el ministerio se encarga de establecer la asignación de activos estratégicos y directrices éticas. Además, es responsable de la supervisión y la evaluación de la gestión operativa y la presentación de informes constante al parlamento noruego. Todas las decisiones tomadas por el ministerio de finanzas quedan sujetas a aprobación parlamentaria (Bazoobandi, 2013).

El banco central, The Norges Bank, es el gestor del fondo. El banco es responsable de la aplicación de la estrategia de inversión, gestión de activos, para lograr el retorno deseado, control de riesgos y la presentación de informes, y el ejercicio de los derechos de titularidades del fondo (Boozandi, 2013).

A su vez, el banco central tiene un órgano responsable de sus operaciones; la junta directiva; está presidido por el gobernador del banco central y cuenta con siete miembros. Los miembros son nombrados por un período de seis años. Además, hay cinco miembros alternativos que son nombrados para períodos de cuatro años. (Dark, Dixon, & Ashby, 2013)

Además, dentro del banco central, hay una unidad de gestión de activos, el Norges Bank Investment Management (NBIM), que se encarga de la gestión del día a día de la GPFG. NBIM fue establecido por el Banco Central en enero de 1998 para gestionar el GPFG y la mayoría de las reservas de divisas del Banco Norges. (Valverde, 2011). La junta directiva del banco central es quien establece las directrices y planes estratégicos para las actividades de gestión de NBIM

Así pues, el NBIM es una parte incorporada del Norges Bank y está sujeto a las mismas leyes y reglamentos del banco central; las actividades de inversión de NBIM se rigen por el parlamento de Noruega, el Ministerio de Finanzas y el Norges Bank (Boozandi, 2013). Adicionalmente, dentro del NBIM, se encuentra un grupo líder el cual es responsable de la gestión de las operaciones de inversión y las actividades cotidianas de NBIM. El grupo líder consta de siete miembros.

Así, en contraste con los fondos del Golfo, donde los procesos de nombramiento se basan en vínculos de una persona con las figuras políticas de alto rango, en el NBIM se llevan a cabo sobre la base de la experiencia profesional de un individuo en el sector financiero internacional (Boozandi, 2013).

Según el Ministerio de Finanzas de Noruega, a partir de 2012, casi todos los miembros tienen experiencia ya sea ejecutivos con experiencia en finanzas o en otros puestos de alta dirección, o académicos de alto nivel con una sólida experiencia en la gestión y las finanzas

Por otro lado, de acuerdo con Bazoobandi (2013) el Government Pension Fund Norway es administrado por la Folketrygdfondet Company, que gestiona el capital del fondo en su propio nombre. Los activos GPFN se invierten en Noruega, Dinamarca, Finlandia y Suecia. La rentabilidad de los activos del GPFN se transfiere al fondo de forma permanente. En consecuencia, no hay transferencia entre el presupuesto fiscal y el GPFN.

El Folketrygdfondet es una empresa que es propiedad exclusiva del Estado de Noruega y ha sido el encargado de gestionar el GPFN en nombre del ministerio noruego de las finanzas. Es un gestor de activos a largo plazo con el objetivo de las inversiones apuestas rentabilidad de la capital dentro de los límites de manejo. El capital puede ser invertido en acciones cotizadas en mercados regulados en Noruega, Dinamarca, Finlandia y Suecia, y en productos de renta fija (Juntunen, 2010).

La empresa está gobernada por una junta directiva que se encarga de la gestión del fondo. La mesa directiva consta de nueve miembros que son todos nombrados por el ministerio noruego de financiación para cuatro años (Dark et al., 2013).

En este sentido, el Ministerio de Finanzas establece las estrategias generales de inversión, mientras que el consejo de administración de la Folketrygdfondet es responsable de la gestión operativa del GPFN y en el caso GPFG es el banco central el encargado de la gestión operacional.

5.3.1.3 Marco de inversión y gestión del riesgo de los FSI de Noruega

La ley de creación del GPFG, ley 30 del 22 de junio de 1990, establece que el Ministerio de Finanzas tiene la responsabilidad de crear las directrices para la inversión, además de construir el índice de referencia de las compañías en las que se puede invertir.

Según el (Norges Bank Investment Management, 2016) el fondo cuenta con una amplia exposición a los mercados globales de renta variable, renta fija y bienes raíces. Según el Banco Central de Noruega, Norges Bank, el 60% de los ingresos del fondo se encuentran invertidos en acciones, el 35% en activos de renta fija y el 5 % en bienes raíces. Dicha distribución denota la

diversificación de las inversiones como una estrategia para reducir el riesgo de pérdida dada la volatilidad del mercado financiero

Adicionalmente, el Ministro de Finanzas manifiesta que la estrategia de inversión del fondo se refleja en la manera en que se encuentra organizado el Norges Bank Investment Management (NBIM), dado que es la institución encargada de llevar a cabo dicha actividad. La gestión de las acciones y las inversiones de renta fija se organiza en cuatro áreas principales, de manera que se pueda aprovechar al máximo el enfoque diversificado y global del fondo (Ang, Brandt, & Denison, 2014).

Inicialmente, se encuentra el área de “estrategias de asignación”, la cual trabaja en la estrategia de inversión a largo plazo y el riesgo que conllevan. Seguido, se encuentra el área de “estrategias de activos” la cual tiene como función principal lograr una exposición y riesgo al mercado tan eficiente como sea posible; además de la gestión de amplias carteras de renta variable o de renta fija, efectivo, divisas y préstamos de valores. Junto a esta área se ha construido un grupo de análisis que se enfoca en ayudar a los gestores de cartera a comprar y vender en los mercados a los costos de transacción más bajos (Norges Bank Investment Management, 2016).

Los fondos de inversión de renta fija se asignan 70 por ciento de los bonos emitidos por los gobiernos e instituciones relacionadas y el 30 por ciento de los valores emitidos por el sector empresarial. Las inversiones en bonos del gobierno se distribuyen de acuerdo con el tamaño de la economía de un país, medido por el producto interno bruto. Norges Bank Investment Management también considera la fortaleza de las finanzas públicas de un país al invertir en bonos del gobierno (Norges Bank Investment Management, 2012).

Las inversiones en bonos corporativos incluyen la deuda emitida por las empresas, así como los bonos cubiertos, o la deuda emitida por los bancos que están garantizados por una cartera de préstamos hipotecarios. Los bonos corporativos normalmente proporcionan un rendimiento más alto que los bonos del gobierno. Todas las inversiones de renta fija privada se realizan después de una evaluación del crédito, ya sea externa o interna. Actualmente, el índice de referencia para los bonos comprende más de 9800 de bonos a través de las monedas de veintiún países (Norges Bank Investment Management, 2012).

La tercera área corresponde a “estrategias de acciones”, su función principal es la gestión de las inversiones en compañías; basado en un análisis cualitativo y cuantitativo de largo plazo. El

objetivo de esta área es tener una amplia cobertura de todos los sectores y de las más grandes empresas. Para tomar ventaja del análisis realizado de acciones, una cobertura analítica de bonos corporativos se incluye en esta área. El índice de referencia para las acciones del GPFG comprende casi 7.700 empresas de veintisiete países (Norges Bank Investment Management, 2016)

La mayor inversión en términos de acciones se realiza en Europa y América del Norte, seguido por los mercados desarrollados de Asia y Oceanía y los mercados emergentes. Las inversiones de capital están en una amplia gama de sectores. Además, las inversiones están limitadas a empresas que cotizan en las bolsas de valores regulados y empresas en las que la mesa directiva ha dicho que tiene la intención de buscar lugar en una bolsa de valores (Fearnley, 2012)

Para las inversiones en acciones el NBIM toma como punto de partida el Índice FTSE Global All Cap para imitar su composición, acción que se conoce como estrategia de indexación. Las inversiones generalmente se propagan a través y sectores, y en la misma proporción que el índice de referencia. Gran parte de las inversiones de capital del fondo se gestiona mediante este tipo de estrategia (Norges Bank Investment Management, 2016).

Finalmente, el área de “bienes raíces” tiene como objetivo la construcción de una cartera global, pero concentrada en bienes raíces. La estrategia de dicha área es invertir en un número limitado de bienes de grandes ciudades; por ejemplo, en Estados Unidos, las inversiones se concentran en Nueva York, Washington D, C, Boston y San Francisco. En Europa se encuentran principalmente en Londres y París; antes de invertir en propiedades el NBIM realiza un análisis de variables financieras, legales, fiscales, operativas, técnicas y estructurales (Ministry of Finance , 2014)

Las Inversiones inmobiliarias del fondo se hacen generalmente a través de filiales del Banco de Noruega para limitar la responsabilidad del capital a una filial. Esta es una práctica que apoya la meta del banco de salvaguardar los activos del fondo mediante una gestión prudente de los riesgos. En mayo de 2011, del Banco de Noruega creó la filial NBIM S.à R. L. en Luxemburgo. Muchas de las inversiones inmobiliarias del fondo en la Europa continental se canalizarán a través de la subsidiaria (Norges Bank Investment Management , 2016)

Según el (Norges Bank Investment Management, 2016) el riesgo de mercado se determina principalmente por la composición de su cartera de referencia. Los más importantes factores de riesgo de mercado son las acciones del fondo de renta variable, los movimientos de las cotizaciones

bursátiles, tipos de cambio y tasas de interés, así como los cambios de riesgo de crédito en inversiones de renta fija.

Para evaluar el riesgo asociado a las inversiones que se alejan del índice de referencia, el Norges Bank Investment Management mira a una serie de factores. Estos incluyen la concentración de la cartera, es decir, en qué medida la cartera se compone de un par de pequeñas inversiones grandes o muchos. Una cartera con unas pocas grandes inversiones será más concentrada que una cartera con muchas pequeñas inversiones. Norges Bank Investment Management mide la concentración de las inversiones en empresas individuales, sectores y regiones (Norges Bank Investment Management, 2016)

Así pues, es importante denotar que el nivel de riesgo a menudo será mayor en una cartera concentrada que en una cartera diversificada. Norges Bank Investment Management busca el equilibrio entre la concentración y la diversificación de las inversiones; para ello ha creado su portafolio de inversiones llevando análisis del comportamiento de las mayores compañías y su proyección a largo plazo.

Con respecto a la gestión del marco de inversión y riesgo del GPFN se focaliza en la centralización de inversiones en compañías estables de los países nórdicos, es decir, tienen una política de inversión conservadora y su gestión del riesgo se centra en evitar afectaciones por las fluctuaciones del mercado, razón por la cual se invierte en determinados países.

El índice de referencia de inversión del GPFN se compone de cuatro sub-índices que proporcionan una descripción general de cómo, por regla principal, se invertirán los activos del fondo. El punto de referencia se divide en acciones (60 por ciento) y los instrumentos de renta fija (40 por ciento), y en dos regiones geográficas; Noruega (85 por ciento) y la región nórdica con exclusión de Islandia (15 por ciento) (Regjeringen, 2014)

Una de las características clave que diferencia a la estrategia de inversión del GPFG de la de los otros fondos soberanos, es el ejercicio activo de los derechos de propiedad. Se centra en dos aspectos claves. En primer lugar, se centra en el buen gobierno corporativo, que incluyen la igualdad de trato de los accionistas, la responsabilidad la realización y la responsabilidad de servir como miembro de la junta o accionista influyente, así como la responsabilidad del mantenimiento de buen funcionamiento, los mercados legítimos y eficientes en la que el fondo invierte (Sombria, 2011)

En segundo lugar, se centra en las cuestiones ambientales y sociales, que incluyen la garantía de cero violación de la protección de los derechos de los niños, regulaciones sobre el cambio climático, venta de armas y políticas de gestión del agua eficiente por parte de las empresas en las que invierte el fondo (Sombria, 2011). En virtud de dichas variables, las empresas podrían ser excluidas de la cartera del GPFPG.

A modo de ejemplo, el consejo de ética ha considerado que Wal-Mart, en sus operaciones comerciales, está implícita en violaciones de los derechos humanos y los derechos laborales. De acuerdo a las recomendaciones del consejo de ética del gobierno noruego del 15 de noviembre de 2015, denota que:

"Un extenso cuerpo de material indica que Wal-Mart emplea a menores de edad en contravención de las normas internacionales, que las condiciones de trabajo de muchos de sus proveedores son peligrosas para la salud, que los trabajadores están presionados a trabajar horas extras sin compensación alguna, que la empresa discrimina sistemáticamente a las mujeres en la remuneración, que todos los intentos de sindicalizarse por los empleados de la compañía se detienen, que los empleados se encuentran en un número de casos injustificadamente castigados y encerrados en, junto con una serie de otras circunstancias ... ".

(Regjeringen, 2006)

Dichas apreciaciones del Consejo se basan en investigaciones llevadas a cabo en las operaciones de negocio de Wal-Mart en los EE.UU. y Canadá, y en sus proveedores en Nicaragua, El Salvador, Honduras, Lesotho, Kenia, Uganda, Namibia, Malawi, Madagascar, Suazilandia, Bangladesh, China e Indonesia.

Según (Regjeringen, 2006) lo que hace al caso especial es la suma de violaciones, en tanto que se denotan en sus propias operaciones comerciales y en la cadena de proveedores. Dichas violaciones forman una imagen de una empresa cuya actividad muestra una falta de voluntad para contrarrestar violaciones de las normas en sus operaciones comerciales.

Así pues, el Ministro de Finanzas, decidió sacar a Wal-Mart en su portafolio de inversiones ya que para el fondo implicaba un riesgo de contribuir a violaciones de los Derechos Humanos. Actualmente, existen más de 50 compañías excluidas de la cartera de inversión del fondo noruego;

no solo por violación a derechos humanos sino también por daños severos en el medio ambiente, fabricación de armas nucleares, producción de minas antipersonas, entre otras.

No obstante, el Consejo de Ética tiene el mandato de vigilar a las empresas excluidas del universo de inversión del Fondo para determinar si todavía existe una base para la exclusión. En los casos en que una base para la exclusión ya no existe, las empresas pueden una vez más ser incluidos en el portafolio de inversión del Fondo (Regjeringen, 2006)

De este modo, y retomando la estrategia de inversión del fondo; parte de ésta se concentra en tener áreas especializadas que le permitan al Banco Central de Noruega tener una amplia visión del comportamiento financiero de distintas compañías y bienes; además, de las predicciones financieras que acompañan a estas. La diversificación del portafolio de inversión constituye la estrategia del Estado noruego para la gestión del riesgo. Es decir, se busca invertir en diferentes clases de activos con el fin de no tener centralizado el dinero en un solo lugar o una sola clase de activo; teniendo en consideración que el objetivo global de la inversión en el GPFPG es lograr la máxima rentabilidad financiera con un riesgo moderado.

Además, el fondo tiene una estrategia de inversión formulada a largo plazo, en la que la proporción de las inversiones en diversas clases de activos y regiones geográficas se decide en función de sus rendimientos, riesgos previstos a largo plazo, el código ético de la misma y su cumplimiento.

5.3.2 Gestión del ahorro de los recursos naturales de los FSI de Chile

A lo largo de la investigación, se ha mostrado las condiciones de Chile como productor de cobre y su situación de política fiscal que responde con la creación de dos FSI que le permitan financiar objetivos diferentes como compromisos de largo plazo del Estado (en el caso de las pensiones) o para financiar coyunturas económicas que presente el país. A continuación se especificará la gestión que hace el Estado chileno por medio del marco legal, institucional y de gestión del riesgo de los FSI.

5.3.2.1 Marco legal de la gestión de los FSI de Chile

El marco legal evidencia la etapa de creación y planificación por parte del gobierno para la consolidación de los FSI con la regulación de la política fiscal y las contribuciones de capital a los fondos.

Es necesario retomar que previo a la creación de los FSI existentes en Chile, se adoptó en el 2001 una regla fiscal que tiene como base el concepto balance estructural que busca estimar los ingresos fiscales que se obtendrían de manera aislada del ciclo económico, y así determinar un gasto público que sea coherente con estos ingresos, constituye una política contra cíclica en tanto separa y aísla el efecto cíclico de la actividad económica, el precio del cobre y otras variables que dan cuenta de los ingresos fiscales efectivos.

Como uno de los principales objetivos de esta regla fiscal es transferir recursos desde los periodos de auge a los de crisis, el Estado en su necesidad de intervención en la economía para la estabilidad económica y como parte del diseño de su política fiscal institucionaliza en el año 2006 la Ley No. 20.128 sobre Responsabilidad Fiscal promulgada por el Ministerio de Hacienda que crea en su artículo 5 el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) con un aporte equivalente al superávit efectivo con un tope del 0,5% del PIB del año anterior con el objetivo de complementar el pago de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia; que pueden ser utilizados después de 10 años de la entrada en vigencia de la ley (Ley 20128,2006)

Si bien el traspaso de recursos tiene un tope del 0,5% del PIB del año anterior, su monto mínimo debe ser equivalente al 0,2% del PIB del año anterior, independientemente de la situación fiscal que el país viva cada año, para que asegure anualmente recursos frescos para el fondo.

Así mismo, el artículo 10 de la misma Ley 20128 (2006) crea el Fondo de Estabilización Economía y Social (FEES) resultado de refundir los recursos ahorrados en el Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre, y este fue constituido principalmente para financiar los déficits fiscales que pueden ocurrir durante los periodos de crecimiento débil o bajos precios del cobre, para pagar deuda pública o financiar el Fondo de Reserva de Pensiones ayudando a reducir principalmente variaciones cíclicas en el gasto fiscal.

La regla de acumulación del FEES consiste en que recibirá cada año el saldo positivo que resulte de restar al superávit fiscal efectivo los aportes al Fondo de Reserva de Pensiones descontando cuando corresponda las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados el año anterior. Igualmente, los recursos del FEES no tienen un tiempo específico para su utilización, pues con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público en caso de que exista un déficit fiscal, y financiar el aporte anual al FRP.

Además, tres decretos posteriores integran el marco legal que dieron origen y los principales direccionamientos a los dos FSI en mención. El primero corresponde al Decreto 1382 de 2006 que se encarga de fijar normas, límites, procedimientos y controles para las inversiones de los recursos del FRP; el segundo es el Decreto con Fuerza de Ley 1 (2006) que tiene por objeto refundir en un solo fondo los recursos del anterior fondo y por último el Decreto 1649 (2007) que modifica los límites para las inversiones de los recursos del FRP.

De lo anterior, se denota el vínculo existente entre la política fiscal chilena y la creación de los dos FSI, pues constituye un mecanismo mediante el cual se ahorra en periodos de auge y además invierte sus recursos en diversos instrumentos para aumentar los activos financieros propiedad del Estado, haciendo énfasis en el ciclo económico y sus eventos coyunturales que, si no tienen un adecuado manejo, pueden desestabilizar la economía.

El marco legal sustenta la necesidad por parte del Estado de regular los beneficios que genera la explotación del cobre para promover su uso eficientemente, pues muchos de los países que son ricos en recursos naturales no pueden transformar la riqueza que esto genera por falta de planificación, desembocando en problemas económicos y en bajo desarrollo. Sin embargo, Chile como captador de rentas del cobre, ha decidido que estos recursos mineros se inviertan para la diversificación de la economía y la sostenibilidad de los países, con el objetivo del bienestar futuro en el ámbito económico de la sociedad.

5.3.2.2. Marco Institucional de la gestión de los FSI de Chile

Ahora bien, con la conformación de los FSI es necesario una organización y dirección para el funcionamiento eficaz a través de la toma de decisiones y la expedición de directrices de ahorro e inversión, a través de órganos y autoridades, constituyendo buenas prácticas de gobernanza institucional.

En este sentido, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda de Chile (2015) para asegurar un marco adecuado de gestión, la Ley de Responsabilidad Fiscal en su artículo 12 denota los principales lineamientos de administración de los fondos, y que se han ido componiendo a lo largo del tiempo en cinco instituciones que son: el Ministro de Hacienda, la Tesorería General de la República, el Banco Central de Chile, el Comité Financiero y los administradores externos; que se explicarán a continuación.

El Ministro de Hacienda representa al Fisco en la administración de los recursos fiscales, y la ley lo designa como el ente encargado de la gestión e inversión de los recursos de los FSI y puede tomar decisiones sobre la administración de los mismos, si se hace por el Banco Central o se contratan administradores externos; además el Ministro ha creado en el Ministerio de Hacienda la “Unidad de Fondos Soberanos” que si bien lo apoya en actividades de inversión de los Fondos, tiene como objetivo realizar los informes periódicos como parte de la estrategia de divulgación y transparencia al público en general en el manejo de los recursos de los fondos.

Si bien los fondos son propiedad del fisco, la Tesorería General de la República TGR es la titular de los recursos y además tiene la responsabilidad de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros, que son auditados por auditores externos.

Así pues, el Banco Central de Chile fue designado como Agente Fiscal que significa que tiene la administración de los recursos de los fondos, tomando en consideración su experiencia en el manejo de las reservas internacionales. Las principales funciones están materializadas en el Decreto N° 1.383, de 2006 y en el Decreto N° 1.618, de 2012; y enfatizan en el registro de las operaciones y transacciones realizadas para la gestión de los recursos fiscales y la administración de los portafolios de renta fija, ya que los de acciones y renta fija corporativa son gestionados por empresas externas.

Además, el Banco Central contrata a un custodio, encargado de salvaguardar los activos financieros de un inversionista, con la obligación de devolver los activos cuando este lo estime conveniente. Para el caso chileno, la custodia de los activos de los Fondos Soberanos están a cargo del banco J.P. Morgan Chase Bank N.A.; quién está encargada de calcular la rentabilidad de los fondos, mantener en su poder las inversiones y flujos de caja por las inversiones y supervisar el cumplimiento de los límites de inversión, entre otras.

Por su parte, el Comité Financiero también fue creado con la Ley 20128 (2006) en el artículo 13, teniendo como finalidad de asesorar en la inversión financiera de los recursos del Fisco y emitir opiniones sobre los informes que se presentan de divulgación de la información, monitoreando la política de inversión y realizan recomendaciones para la misma.

Por último, los administradores externos corresponden a las entidades que han sido contratadas para invertir algunos de los portafolios de los fondos, en tanto cuentan con experticia en estas actividades pero deben seguir las pautas estricta que derivan del Ministerio de Hacienda.

Bajo esta lógica institucional se produce la gestión del FRP y FEES, considerando que si bien el Ministro de Hacienda genera las principales directrices, las cinco entidades interactúan entre sí consolidando una estructura institucional fuerte, que enfatiza en la transparencia y el gobierno corporativo por medio de la divulgación de la información y decisiones al público que ha catalogado a los fondos chilenos como unos de los más transparentes a nivel mundial

5.3.2.3 Marco de inversión y gestión del riesgo de los FSI de Chile

La Ley de Responsabilidad Fiscal (2006) en su artículo 12 encomienda al Ministro de Hacienda para que decida los instrumentos, operaciones y contratos en los cuáles se invertirán los recursos correspondientes a los fondos. En consecuencia, se hace necesaria la gestión del riesgo que se tiene en cuenta para la administración de las carteras de inversión, y focalizada en la relación de riesgo y rentabilidad.

Los FSI al asegurar sus decisiones de inversión, deben considerar los diferentes objetivos que cada uno tiene, ya que para conseguir mayor rentabilidad se considera que exista una asignación estratégica de activos dependiendo del objetivo de cada fondo. Así, los instrumentos en los que se invierten pueden dar cuenta de las diferentes estrategias de inversión, que pueden ser conservadoras, activas o pasivos.

Con respecto a Chile, en el momento de la creación de los fondos, su estrategia de inversión estuvo relacionada con la clase de activos que manejaba el Banco Central de Chile en tanto este contaba con la experticia del manejo de reservas internacionales, y contó con una política conservadora que incluía invertir en activos con menor riesgo, y no en otros que pueden proveer mayor rentabilidad como acciones, bonos corporativos o inversiones alternativas.

Sin embargo, el Comité Financiero en el año 2007 realizó una recomendación en la política de inversión teniendo como referencia los objetivos de cada fondo y sus horizontes de inversión que son a largo plazo, diversificando su portafolio con un nivel mayor de riesgo pero esperando mayores retornos; invirtiendo además en acciones y bonos corporativos, pero teniendo en cuenta la coyuntura de la crisis financiera a nivel mundial y para minimizar el riesgo de las inversiones, el Ministro de Hacienda toma la decisión de esperar y continuar con la política conservadora, en el marco de resguardar los recursos y no exponerlos a posibles pérdidas por la volatilidad de los mercados internacionales (Ministerio de Hacienda de Chile, 2009).

En el año 2010 el Ministro de Hacienda decidió que se podía diversificar el portafolio para el FRP pero solo hasta el año 2011, y que el FEES debía seguir con inversiones de menor riesgo por ser un fondo de estabilización, pero esto solo se materializó hasta el año 2012 para el FRP y el año 2013 para el FEES.

La nueva política de inversión y gestión del riesgo del FRP, corresponde a su objetivo y horizonte de inversión de mediano a largo plazo por las obligaciones que se propone financiar con un riesgo moderado, y en este año (2012) diversifica su cartera hacia acciones y bonos corporativos que son gestionados por administradores externos.

Por su parte, el FEES lo realiza hasta el 2013 con un cambio en su cartera invirtiendo en acciones pero con un pequeño porcentaje, pues con su objetivo de financiar déficit fiscales o ayudar en momentos de crisis, debe tener un bajo nivel de riesgo para que los recursos que se necesiten se puedan disponer en forma oportuna.

El FEES en su política de inversión tiene el objetivo de maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir las posibles caídas cíclicas en los ingresos fiscales. Así, el portafolio está sujeto a un bajo nivel de riesgo en tanto se necesita alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad que permita en una coyuntura financiar los déficits de manera oportuna. De este modo, sus activos se conforman el 55% en bonos soberanos, 34% en instrumentos del mercado monetario (15% en depósitos bancarios y 19% en letras soberanas), 7,5% en acciones y 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación. Además, su composición de monedas para la cartera de renta fija de 40% en dólares, 25% en euros, 20% en yenes, y 7,5% en francos suizos.

Cabe destacar que la administración del portafolio de renta fija (92,5% del total de los activos) es realizada por el BCCh, en calidad de Agente Fiscal, mientras que la del portafolio de acciones es gestionada por dos administradores externos: BlackRock y Mellon; y que ha tenido una rentabilidad desde sus inicios del 2,65%.

Por otra parte, el FRP considera en su política de inversión maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. Además, su composición de cartera se define en un 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indexados a inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos; y ha contado con una rentabilidad neta desde la nueva política de inversión de 7,74%.

La distribución geográfica de las inversiones corresponde al tener en cuenta las clasificaciones de riesgo de los países, encontrando que para el FEES la composición de las inversiones se concentran en Estados Unidos, Alemania, Japón y Suiza para el FEES; y Estados Unidos, Japón, Reino Unido para el FRP en los sectores gubernamental (62%) y financiero (13%) principalmente.

Bajo esto, los portafolios de los dos fondos están expuestos en gran parte a los mismos tipos de riesgo, aunque el FRP tiene un mayor riesgo crediticio debido al mayor número de países al que está expuesto y por invertir en bonos corporativos. De acuerdo con el informe anual del Ministerio de Hacienda (2014) la mayoría de estos riesgos dependen directamente de las composiciones por clase de activo, dado el énfasis pasivo de la política de inversión del fondo.

En este sentido, los fondos consideran un marco para la gestión de los riesgos en las inversiones, tomando como principales el riesgo de mercado, crediticio, de liquidez y operacional.

Con respecto al riesgo de liquidez, este se gestiona teniendo un gran porcentaje de activos líquidos de corto plazo, ya que estos se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y por poseer un mercado que permite liquidarlos rápidamente si se necesita vender para conseguir efectivo.

El riesgo operacional se mitiga en tanto la administración operativa de los fondos se realiza por el Banco Central de Chile pues tiene experiencia en el manejo de reservas internacionales, y en algunos activos mediante la contratación de administradores externos que tienen robustos sistemas de gestión, contando con procesos de auditoría internos que garantizan las operaciones que se llevan a cabo.

En definitiva, es importante destacar que los dos fondos chilenos en la búsqueda de un gobierno corporativo y de la transparencia en el manejo de los recursos, han creado una institucionalidad que provee mecanismos para maximizar la rentabilidad de las inversiones pero prevaleciendo una estrategia conservadora y una exposición al riesgo moderada o baja con el propósito de salvaguardar las operaciones de los FSI y de las finanzas públicas del país.

6. Conclusiones

Los recursos naturales son fuente de consumo y parte esencial de la riqueza de un país, por consiguiente se hace necesaria la presencia y regulación del Estado con el fin de proteger la explotación de dichos recursos. Esta intervención se extrapola en la acción del Estado por medio de herramientas como las políticas públicas, que responden a necesidades especiales como el interrogante de qué hacer con la acumulación de excedentes fiscales y cómo controlar los efectos económicos que esto genera.

El presente documento, tuvo como variable transversal el ahorro público que da lugar a la creación de los FSI, como un instrumento de la política fiscal para hacer frente a las consecuencias que produce el agotamiento de los recursos naturales por ser finitos, en aspectos como la economía y el bienestar social.

Así pues, entre los principales hallazgos de la investigación de acuerdo con los FSI de Noruega y Chile, se encuentra que su creación se debe a un mecanismo al que recurre la política fiscal para alcanzar objetivos macroeconómicos; además son controlados por los bancos centrales pero con directrices propias tanto del Ministerio de Hacienda o Finanzas, como de diversos comités que se han creado exclusivamente para el manejo de los FSI. Igualmente, los fondos de los dos países constituyen unos de los más transparentes y que siguen políticas de gobierno corporativo que generan confianza en las inversiones, alcanzando los estándares más altos en rendición de cuentas a nivel mundial.

Lo anterior, se debe a las diversas críticas y al debate generado por las inversiones de los FSI a nivel mundial, pues se ha querido inducir que tienen objetivos políticos o pueden constituirse en ventajas estratégicas en contra de los intereses nacionales de los países receptores, pues los mayores inversores corresponden a países de Medio Oriente y Asia; sin embargo la rendición de cuentas y transparencia en las inversiones dan cuenta que los intereses se direccionan únicamente hacia aristas financieras y económicas, buscando la estabilidad de estas para poder invertir.

En lo que refiere a Noruega, primer caso de estudio, el país ha mostrado un sólido crecimiento económico desde el descubrimiento del petróleo en los años 60's y 70's. Dicho sector ha posicionado al país como uno de los más ricos; entre las principales actividades se destacan la exportación y la producción del hidrocarburo.

Desde los años 90's el Estado se ha esforzado por separar el negocio petrolero del resto de su economía, lo que ha disminuido su dependencia de la actividad petrolífera. Para la gestión de los recursos provenientes de la actividad petrolífera el Estado noruego crea el Government Pension Fund Global, el cual es una herramienta de política fiscal; y tiene como objetivos proteger la economía del cambio de precios del petróleo y ahorrar parte de los ingresos petroleros para beneficio de las próximas generaciones.

Su política fiscal se caracteriza por estar enfocada al ahorro, establecer una independencia entre el gasto público y los ingresos petroleros y ajustar el presupuesto del gobierno de acuerdo con el ciclo económico. Además, la política fiscal del Estado noruego tiene estrecha relación con el funcionamiento de sus fondos soberanos ya que se interrelacionan sus objetivos y por medio de esta se establece el porcentaje de dinero que ingresará a la economía.

El Fondo Soberano noruego no posee reglas específicas de captación de recursos; es decir, siempre acumula los ingresos y busca cubrir los déficits no petroleros con el objetivo de lograr un superávit económico. Su marco institucional es parte elemental para el proceso de gestión de los activos del fondo debido a que son los encargados de formular los lineamientos específicos a seguir para la distribución de los recursos existentes en el fondo y de hacer las gestiones operativas correspondientes. Las instituciones noruegas buscan lograr la eficiencia en sus actividades, teniendo en cuenta la transparencia en sus procesos.

Con respecto al marco de inversión y gestión de riesgo, Noruega se caracteriza por diversificar su portafolio con el objetivo de maximizar su rentabilidad con un riesgo moderado, utilizar una estrategia de inversión indexada, crear áreas especializadas para el análisis de cada una de las carteras en las que el fondo invierte y por el respeto a los Derechos Humano, daños ambientales; entre otras variables. Con respecto al GPFN, su estrategia esta focalizada en los países nórdicos; es decir, su gestión del riesgo se enfoca en tener políticas de inversión más conservadoras con el fin de no exponerse, en gran medida, a crisis económicas mundiales o regionales.

Así pues, las estrategias a largo plazo han sido las que han hecho de Noruega un país rico, pues la mayor parte de su riqueza generada por la actividad petrolífera ha sido invertida. El dinero del fondo ha sido invertido en el exterior siguiendo preceptos éticos, definidos por el gobierno Noruego. Esas directrices impiden que se invierta en fabricantes de armas, en compañías susceptibles a violar los derechos humanos o a deteriorar el medio ambiente.

Es importante denotar que si bien son los Estados los que violan los Derechos Humanos dado que tienen la facultad para rechazar o permitir dichos actos; el comité de ética de Noruega se enfoca en las actividades comerciales de determinada compañía para poder determinar si es excluida o no del portafolio de inversiones del GPFG.

Chile, como segundo estudio de caso que se investigó, denota en sus cuentas nacionales la importancia del cobre para su economía, y los FSI con dos objetivos particulares: la ayuda en coyunturas de déficit fiscales y el ahorro para las futuras generaciones a raíz de la explotación de recursos que son finitos y merecen una administración adecuada.

El gobierno chileno, desde su política fiscal ha direccionado la creación de dos FSI denominados Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) que como se evidencia en el presente documento propenden por convertir los recursos volátiles que ingresan de la explotación del cobre en ingresos sustentables a través de la inversión en mercados internacionales.

Los fondos chilenos, se destacan por su fuerte estructura institucional y por el manejo de sus inversiones, que si bien en el principio eran bastante conservadoras, en la consolidación de los fondos se han dinamizado hacia portafolios de inversión con carteras más amplias, mayor exposición al riesgo y evidentemente mayor retorno.

Con la crisis financiera de 2007, Chile tuvo un fuerte soporte mediado por sus FSI y su política fiscal anti cíclica, que ha permitido cierta estabilidad y tendencia respecto al gasto fiscal del país, y por consiguiente un ahorro de recursos en periodos de auge para que se puedan utilizar cuando sea necesario y que la economía no se vea afectada en posibles crisis.

Finalmente, los dos estudios de caso que se abordaron en esta investigación dan cuenta de la administración de recursos finitos que pueden hacer los Estados a través de las políticas públicas y del manejo de los ingresos que perciben en época de bonanza, dejando la posibilidad a futuras investigaciones para que se estudie la implementación de un FSI en Colombia tomando en consideración características como la matriz exportadora del país y la dependencia a commodities, principalmente el petróleo. Los lineamientos de las políticas fiscales de cada país buscan lograr crecimiento económico y bienestar social lo que conlleva a que los rendimientos del uso de los recursos naturales no renovables se destinen a actividades rentables como la inversión. El marco institucional de los fondos evidentemente juega un rol decisivo en el buen funcionamiento de los

mismos y en la gestión que se hace de los recursos ya que es a través de las instituciones que se canaliza el ahorro y la inversión, con una fuerte transparencia y control que permite la rentabilidad y el éxito de los FSI en los dos estudios de caso, y en gran parte de estas instituciones a nivel mundial.

7. Referencias

- Albi, E., González, J., & López, G. (1997). *Gestión pública: fundamentos, técnicas y casos*. Barcelona: Editorial Ariel Economía.
- Appannaiah, H., & Ramanath, H. (2009). Management- an overview. En H. Appannaiah, & H. Ramanath, *Perspective management* (págs. 1-17). Mumbai, India.
- Arellano, J. P. (2006). Del déficit al superávit fiscal: razones para una transformación estructural en Chile. *Estudios Públicos No. 101*, 165-186.
- Arenas de Mesa, A. (2008). *La política fiscal en Chile*. Santiago de Chile: Dirección de Presupuestos, Gobierno de Chile.
- Avendaño, R., & Santiso, J. (2009). *Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds*. Global Development Outlook, Working Paper No. 283: OECD DEVELOPMENT CENTRE.
- Balding, C. (2011). A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds. En R. Fry, W. McKibbin, & J. O'Brien, *Sovereign Wealth: The Role of State Capital in the New Financial Order*. Singapore: World Scientific Publishing.
- Blundell-Wignall, A., & Wehinger, G. (2011). Open Capital Markets and Sovereign Wealth Funds, Pension Funds, and State-Owned enterprises. En R. Fry, W. McKibbin, & J. O'Brien, *Sovereign Wealth- The Role of State Capital in the New Financial Order*. Singapore: World Scientific Publishing Co.
- Boozandi, S. (2012). *The political economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A case of study*. New York: Palgrave.
- Borensztein, E., Piedrabuena, B., Ossowski, R., Mercer-Blackman, V., & Miller, S. (2013). *El manejo de los ingresos fiscales del cobre en Chile*. Deparmaneto de países del Cono Sur: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Borten, O. (2014). *Facts 2013: The Norwegian petroleum sector*. Norway: Norwegian petroleum directorate.
- Bresser Pereira, L. (2008). The Dutch Disease and its Neutralization: A Ricardian Approach. *Brazilian Journla of Political Economy* 28, 47-71.
- Bygdevoll, J. (2014). *Petroleum resources on the Norwegian continental shelf 2014- Fields and discoveries* . Norway: Norwegian Petroleum Directorate .
- Castelli, M., & Scacciavillani, F. (2012). *The new economics of Sovereign Wealth Funds*. New York: Palgrave macmillan .

- Chetty, S. (1996). The case study method for research in small- and médium - sized firms. *International small business journal*, Vol 5, octubre-diciembre.
- Chica Vélez, S. (2011). *Una mirada a los nuevos enfoques de la gestión pública*. Colombia: Escuela Superior de Administración Pública.
- Conforti, N. (2014). *Principios en la gestión de los recursos naturales* . México: Centro de investigaciones sobre América Latina y el Caribe.
- Congreso Nacional de Chile. (30 de Septiembre de 2006). *Ley 20128 de 2006- Ley sobre Responsabilidad Fiscal*.
- Consejo Minero de Chile. (2014). *Reporte Anual 2014*. Santiago de Chile: Consejo Minero. Obtenido de Panorama económico de la minería: <http://www.consejominero.cl/chile-pais-minero/panorama-economico-de-la-mineria/>
- Dark, G., Dixon, A., & Ashby, M. (2013). *Legitimacy, governance and global power* . New York: Princeton university press.
- Das, U. S., Mazarei, A., & Hoorn, H. (2010). Introduction. En U. S. Das, A. Mazarei, & H. Hoorn, *Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers*. Washington: International Monetary Fund.
- Drexler, A., Engel, E., & Valdés, R. (2001). El cobre y estrategia fiscal óptima para Chile. En F. Morandé, & R. Vergara, *Análisis empírico del ahorro en Chile*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Fearnley, T. (27 de 09 de 2012). *School of geography and enviroment* . Recuperado el 30 de 08 de 2016, de Norway's pension fund: Investing for the long run : <http://www.geog.ox.ac.uk/events/120927/ao2012-tfearnley.pdf>
- Folketrydfondet. (21 de Diciembre de 2010). *Folketrydfondet.no*. Obtenido de Management Mandate for the Government Pension Fund Norway: <http://www.folketrydfondet.no/getfile.php/13956/Dokumenter/Engelske%20dokumenter/Management%20mandate%20for%20the%20Government%20Pension%20Fund%20Norway%202011.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2007). *Guía sobre la transparencia del ingreso proveniente de los recursos naturales*. Washington: Departamento de Finanzas Públicas.
- Friedmann, R. (2003). La Gestión Pública en el Siglo XXI. Anticipando los cambios que vienen. *Documentos de Facultad, Universidad Central de Chile*, 3-66.
- Gaete, R. (2008). Aplicaciones de la responsabilidad social a la nueva gestión pública. *Documentos y aportes en administración pública y gestión estatal*, 35-61.

- Gómez, C. M. (1998). *La gestión económica de los recursos y sus críticos*. Madrid: Universidad de Alcalá.
- Gómez, F., & Guerrero, H. (2014). El análisis institucional en el campo de la gestión de los recursos naturales: Bienes comunes e. *Redalyc*, 67-86.
- Gómez, J., Carvajal, M., Domínguez, J., & Jumbo, C. (2004). *Gestión Pública de los Recursos Naturales*. Ecuador: Camaren.
- Gordon, D., Dixon, A., & Monk, A. (2013). *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance and Global power*. New York: Princeton University.
- Hardin, G. (1968). La tragedia de los comunes. *Science* v. 162, 1243-1248.
- Heldal, F. (Octubre de 2006). *Inpade*. Recuperado el 29 de Octubre de 2015, de Informe comité ético noruego : <http://www.inpade.org.ar/oet-documentacion%20y%20base%20de%20datos/oet-informes/El%20Comite%20Etico%20Noruego.pdf>
- Hood, C. (1998). *The art of the state: culture, rhetoric and public management*. Oxford: Oxford University Press.
- Hsu, L. (2015). Santiago GAPPs and codes of conduct: limits and chances of negotiated rules. En F. Bassan, *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law* (págs. 99-123). Massachusetts: Edward Elgar Publishing, INC.
- International Working Group of SWFs. (2008). *Sovereign Wealth Funds: generally accepted Principles and Practices*. Washington D.C: International working Group.
- IWG. (2008). *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*. Santiago de Chile.
- Jen, S. (2007). Sovereign Wealth Funds : What the are and what's happening. *World Economics*, Vol 8 No 4, 1-7.
- Juntunen, P. (2010). The Nordic region: Folketrygdfondet. *Investment and Pension Europe*, 15.17.
- Kern, S. (2010). Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses. En U. S. Das, A. Mazarei, & H. Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds-Issues for Policymakers* (pág. 306). Washington: International Monetary Fund.
- Klitzing, E., Lin, D.-Y., Lund, S., & Nordin, L. (2010). Demystifying Sovereign Wealth Funds. En U. S. Das, A. Mazarei, & H. Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds-Issues for Policymakers* (pág. 306). Washington: International Monetary Fund.

- Knowledge Development Ltd. . (2012). *Sovereign Wealth Funds- What can African countries learn from the Norwegian experience?* Bulgaria: Knowledge Development Ltd.
- Kooiman, J. (1993). *Modern Governance: New Government- Society Interactions*. Londres: SAGE publications .
- Korzack, J., Laxton, D., & Srinivasan, K. (2011). Sovereign Wealth Funds and Global Capital Flows: a macroeconomic perspective. En R. Fry, W. McKibbin, & J. O'Brien, *Sovereign Wealth: The Role of the State Capital in the New Financial Order* (págs. 21-42). Singapore: World Scientific Publishing.
- Lu, Y., Mulder, C., & Papaioannou, M. (2010). From Reserves Accumulation to Sovereign Wealth Fund: Policy and macrofinancial considerations. En U. S. Das, A. Mazarei, & H. Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds: issues for policymakers*. Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Ministerio de Hacienda Chile. (2014). *Informe anual Fondos Soberanos*. Santiago de Chile: Ministerio de Hacienda Chile.
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2009). *Informe Anual Fondos Soberanos 2008*. Santiago de Chile: Quebecor World.
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2010). *Informe anual Fondos Soberanos 2009*. Santiago de Chile: World Color Chile S.A.
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2015). *Acerca de los Fondos Soberanos*. Obtenido de Fondos Soberanos: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/acerca-de-los-fondos-soberanos.html>
- Ministry of Finance . (2014). *Facts - The norwegian petroleum sector* . Recuperado el 30 de 08 de 2016, de Norwegian Petroleum Directorate: http://www.npd.no/Global/Engelsk/3-Publications/Facts/Facts2014/Facts_2014_netto_.pdf
- Norges Bank Investment Management. (29 de 06 de 2012). *Fixed-Income Management*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de NBIM: <https://www.nbim.no/en/investments/fixed-income-management/>
- Norges Bank Investment Management. (2015). *History of the fund*. Obtenido de Government Pension Fund Global: <http://www.nbim.no/en/the-fund/history/>
- Norges Bank Investment Management. (04 de 2016). *Equity Management*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de NBIM: <https://www.nbim.no/en/investments/equity-management/>
- Norges Bank Investment Management. (20 de 04 de 2016). *Investment Strategy*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de NBIM: <https://www.nbim.no/en/investments/investment-strategy/>

- Norges Bank Investment Management. (27 de 04 de 2016). *Risk Management*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de NBIM: <https://www.nbim.no/en/investments/investment-risk/>
- Norges Bank Investment Management . (29 de 04 de 2016). *Real State Management*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de NBIM: <https://www.nbim.no/en/investments/real-estate-management/>
- Norskpetroleum . (2015 de Octubre de 2015). *Norskpetroleum*. Recuperado el 08 de Enero de 2016, de The government's revenue : <http://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/>
- Norwegian Petroleum Directorate . (2014). *Petroleum resources on the Norwegian continental shelf 2014 - Fields and discoveries*. Norway: Norwegian Petroleum Directorate.
- Nyland, B. (2015). *The shelf in 2014*. Norway: Norwegian Petroleum Directorate.
- O'Brien, J. (2011). Mapping the Trajectory of the Regulatory Debate: Securing the National Interest or Justifying Protectionism? En R. Fry, W. McKibbin, & J. O'Brien, *Sovereign Wealth-The Role of State Capital in the New Financial Order*. Singapore: World Scientific Publishing Co.
- OMS. (31 de 08 de 2015). *Datos y cifras, Envejecimiento y ciclo de vida*. Obtenido de Organización Mundial de la Salud: http://www.who.int/features/factfiles/ageing/ageing_facts/es/index2.html
- Ormond, D., & Löffler, E. (1999). Nueva Gerencia Pública : ¿qué tomar y qué dejar? *Reforma y Democracia, No. 13*.
- Osborne, D., & Gaebler, T. (1994). *La Reinención del Gobierno. La influencia del espíritu empresarial en el sector público*. Barcelona: Paidós.
- Ossowski, R., & Barnett, S. (2003). Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries. En J. Davis, R. Ossowski , & A. Fedelino, *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Ostrom, E. (2011). *El Gobierno de los Bienes Comunes. La evolución de las instituciones de acción colectiva*. . México D.F: Merino.
- Persaud, A. (2011). The Political Economy of Sovereign Wealth Funds. En R. Fry, W. McKibbin, & J. O'Brien, *Sovereign Wealth: The Role Of the State Capital in the New Financial Order* (págs. 95-105). Singapore: World Scientific Publishing.
- Presidencia de Chile y Ministerio de Hacienda. (11 de Diciembre de 2006). *Decreto N° 1382 de 2006* . Obtenido de FIJA NORMAS, LIMITES, PROCEDIMIENTOS Y CONTROLES

PARA LAS INVERSIONES DE LOS RECURSOS DEL FONDO DE RESERVA DE PENSIONES CREADO POR LA LEY N° 20.128.

- Presidencia de Chile y Ministerio de Hacienda. (11 de Diciembre de 2006). *Decreto con Fuerza de Ley N° 1 de 2006*. Obtenido de Creación del FEES.
- Presidencia de Chile y Ministerio de Hacienda. (13 de Diciembre de 2007). *Decreto N° 1649 de 2007*. Obtenido de MODIFICA LÍMITES PARA LAS INVERSIONES DE LOS RECURSOS DEL FONDO DE RESERVA DE PENSIONES CREADO POR LA LEY N° 20.128.
- Quadrio Curzio, A. (2011). Geoeconomis and geopolitics. En A. Quadrio Curzio, *Sovereign Wealth Funds: a complete guide to state-owned investment funds*. Petersfield, GB: Harriman House.
- Regjeringen. (06 de Junio de 2006). *Regjeringen.no*. Obtenido de Recommendation of 15 November 2005 - Wal-Mart Stores Inc: <https://www.regjeringen.no/en/dokumenter/Recommendation-of-15-November-2005/id450120/>
- Regjeringen. (8 de Octubre de 2012). *Regjeringen.no*. Obtenido de Provisions on the management of the Government Pension Fund: <https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/governmentpensionfundact.pdf>
- Regjeringen. (2014). *Regjeringen.no*. Obtenido de The Management of the Government Pension Fund: https://www.regjeringen.no/contentassets/820e1658cc134386a6f8d5b488e76d4c/meld.st.21_preliminary_translation_chapter_1_section_2.2_2.7.pdf
- Regjeringen.no. (2015). *Fiscal policy in an oil economy*. Norway: Regjeringen
- Revenue Watch Institute. (2013). *The 2013 Resource Governance index: A measure of transparency and Accountability in the Oil, Gas and Mining sector*. New York : Revenue Watch Institute.
- Rodríguez , J., Tokman, C., & Vega, A. (2006). *Política de Balance Estructural: resultados y desafíos tras seis añosde aplicación en Chile*. Santiago de Chile: Estudios de Finanzas Públicas, Dirección de Presupuestos, Gobierno de Chile.
- Rodríguez, J., Escobar, L., & Jorratt, M. (2009). *Los ingresos tributarios en el contexto de la política de balance estructural*. Santiago de Chile: Lom Ediciones Ltda.
- Rodríguez, J., Vega, A., Chamorro, J., & Acevedo, M. (2015). *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile*. Santiago de Chile: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda de Chile.

- Romo, D., Pérez, F., & Jimenez, R. (2013). La industria petrolera de Noruega . *Mundo siglo XXI* , 58.
- Roth, A.-N. (2002). *Políticas públicas- Formulación, implementación y evaluación*. Bogotá, DC: Ediciones Aurora.
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal*, 1-4.
- Sabatier, P., & Mazmanian, D. (1979). The Conditions of Effective Implementation: A Guide to Accomplishing Policy Objectives. *Policy Analysis, Vol. 5, No. 4- University of California Press*, 481-504.
- Schmidth, H. (2012). *Fiscal institutions in resource- rich economies: Lessons from Chile and Norway*. Chile: Catholic University of Chile.
- Shields, J., & Villafuerte, M. (2010). Sovereign Wealth Funds and Economic Policy at Home. En U. S. Das, A. Mazarei, & H. Hoorn, *Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Sombria, M. (Noviembre de 2011). *Centro de investigación de economía y sociedad*. Recuperado el 29 de Octubre de 2015, de Un ejemplo práctico de aplicación de la inversión socialmente responsable: El fondo estatal de pensiones noruego: http://www.responsable.net/sites/default/files/articuloii_edic_93.pdf
- Sovereign Wealth Fund Institute. (16 de 09 de 2015). *Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management*. Obtenido de Sovereign Wealth Fund Rankings: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- Sovereign Wealth Fund Institute. (s.f.). *Linaburg-Maduell transparency Index*. Recuperado el 31 de Agosto de 2015, de SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>
- Statoil. (29 de 10 de 2009). *Statol*. Recuperado el 30 de 08 de 2016, de Statoil in worldwide : <http://www.statoil.com/en/About/InBrief/Pages/default.aspx>
- Torri, M. (2009). The Management of Common Property Resources: can Community-Based Organisations be a viable solution? *Revista Geográfica*, 37-63.
- Tosini, G. (2011). Exportaciones, tipo de cambio y Enfermedad Holandesa. *Redalyc*, 115-143.
- Valverde, P. (Junio de 2011). *Uned*. Recuperado el 29 de Octubre de 2015, de El consejo de ética del Norwegian Government Pension Fund: <https://canal.uned.es/uploads/materials/resources/pdf/5/6/1308146316365.pdf>

- Velasco, A., Arenas de Mesa, A., Céspedes, L. F., & Rodríguez, J. (2007). *Compromisos fiscales y la meta de superávit estructural*. Santiago de Chile: Estudios Públicos, Dirección de Presupuestos, Gobierno de Chile.
- Weiss, M. A. (2008). *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*. Congressional Research Service.
- Yin, R. (1989). *Case Study Research: Design and Methods*. Beverly Hills: Sage publications.