

La responsabilidad y los desafíos del nuevo rico

*Juan Foxley Rioseco **

¿Está el gobierno chileno sentado sobre una pila de dinero que no hace más que crecer? ¿Egoístamente observa cómo los intereses aumentan, mientras se niega a destinar fondos para mejorar la educación, la salud, o amortiguar aún más el alza de los precios de los combustibles?

Aunque esta impresión resuena en ciertos círculos, la verdad es que los hechos la desmienten. En los últimos años el gasto público ha superado constantemente al PIB y los excedentes han ido alimentando, desde 2006, fondos estatales de inversión que tienen como objetivo asegurar programas sociales y financiar la reforma previsional.

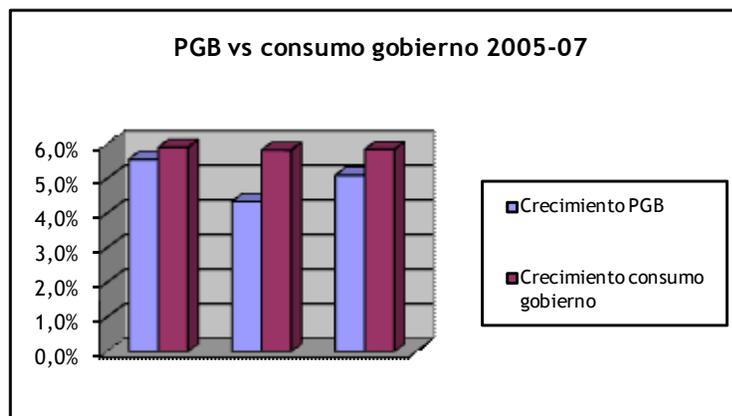
Pero la existencia de estos fondos no implica que los administradores crucen los brazos. Por el contrario, pese a la futura renta perpetua que puedan generar, sus beneficios implican cierta racionalidad económica que prevenga lo que se conoce como “la maldición de los recursos naturales”.

En esta edición de “Observatorio Económico”, el profesor Juan Foxley analiza los fondos de riqueza soberana chilenos y observa cuáles son los principales desafíos que generan.



(*) Profesor Facultad de Economía y Negocios. U. Alberto Hurtado.
Consultor del Fondo Monetario Internacional en administración de riesgo financiero

Cuadro 1: Tasas de crecimiento, gasto público y PGB 2005-2007



Cuentas Nacionales Banco Central,
bases empalmadas 2003, precios constantes

El gobierno chileno es, a los ojos de algunos, un extraño nuevo rico que, en lugar de gastar a destajo y ostentar, no ha hecho más que lo que haría Rico Mc Pato: sentarse en su tesoro y seguir ahorrando, por el puro y dudoso placer de presenciar la acumulación de activos financieros.

La verdad es que quienes ven al Ministerio de Hacienda como un avaro (y, por extensión, al Congreso de la República, que aprueba las Leyes de Presupuesto cada año), no están avalados por los hechos. Chile ha aumentado su gasto público en consumo más de lo que ha crecido el PGB en cada uno de los tres últimos años (ver Cuadro 1).

Lejos de la avaricia, lo que sí ha ocurrido en Chile desde agosto de 2006, en el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal, es que parte de los excedentes transitorios, derivados de los altos precios de exportación, han ido alimentando fondos estatales de inversión diseñados con el propósito

de estabilizar los gastos en programas sociales futuros y financiar parte de los beneficios solidarios envueltos en la recientemente promulgada reforma al sistema provisional.

De estos fondos de inversión, de sus características a partir de la experiencia de otros países y de los principales desafíos que ellos imponen tanto a la política pública tanto como a la administración de cartera, se trata este artículo.

Los Fondos de Riqueza Soberana

En Chile, como en muchos otros países, los altos precios de las materias primas han permitido a los gobiernos incrementar la acumulación de excedentes de ahorro público dando lugar a los llamados Fondos de Riqueza Soberana (FRS). Estos fondos no son nuevos (por ejemplo, Abu Dhabi, Singapur y Kuwait los tienen desde hace décadas), pero su número y tamaño han aumentado tanto como su presencia

en los mercados de capitales más importantes.

En Chile, se espera que durante el segundo trimestre los saldos acumulados en los nuevos FRS superen el volumen de las reservas internacionales (USD 17.897 a fines de marzo). La situación, inédita, plantea una serie de desafíos tanto para la política económica como para la administración de portafolios.

A continuación se describen los FRS con particular atención a los creados en Chile, se hace una proyección de los saldos a acumularse al año 2016 y se plantean los principales desafíos a enfrentar, en particular aquellos que se derivan de las consecuencias fiscales, monetarias y de administración del riesgo-retorno de la cartera.

¿Qué son y quiénes los tienen?

Los FRS son activos financieros de propiedad gubernamental invertidos en el exterior con un horizonte de largo plazo. Pueden servir propósitos muy distintos, con objetivos tales como:

- i. Estabilización. Intentan aislar el presupuesto fiscal de las fluctuaciones de precios de exportación;
- ii. Ahorro para generaciones futuras. Usualmente convierten riqueza concentrada (por ejemplo, minerales bajo tierra) en riqueza diversificada (portafolio de activos financieros) y protegen la base exportadora de los efectos de la “enfermedad holandesa” (la sobrevaloración de la moneda nacional provocada por un boom de los precios de artículos que se exportan,



con daño colateral para el potencial de crecimiento de otras exportaciones y del PIB mismo).

iii. Reserva contingente para el pago de pensiones con aportes distintos a los de los propios beneficiarios.

Existen también varios países que tienen fondos que apuntan al desarrollo de sectores industriales específicos, con miras a aumentar el producto potencial. También existe un tipo de fondos que complementa las reservas internacionales de los bancos centrales y que es manejado por corporaciones estatales con propósitos de inversión de largo plazo.

Una implicancia más importante de las distinciones anteriores para la administración de inversiones es que cada objetivo condiciona un perfil particular de riesgo-retorno.

Así, por ejemplo, es de esperar que un fondo de estabilización ponga más énfasis en la liquidez que en la rentabilidad. Aunque existen algunos activos muy líquidos con madurez larga, los de un fondo de estabilización tienen duraciones relativamente cortas.

A su turno, los FRS que persigan rentas de largo plazo podrán preferir mayores riesgos de mercado y rentabilidad esperada, por encima del atributo de la liquidez.

El tamaño de los FRS en el mundo es grande y creciente: un reflejo del aumento de los precios de las materias primas observado durante los últimos años. Los datos de los FRS no son enteramente públicos pero estimaciones del FMI¹ para febrero de 2008 los sitúan en el rango de USD 2.09 a 2.97 trillones (millones de millones), según se puede ver en el Cuadro 2.

De ellos Chile acumulaba USD 16,8 mil millones a esa fecha: entre el 0.5 y 0.8 por ciento del total mundial. Se espera que los FRS sigan creciendo, y así como en Chile los saldos acumulados por el gobierno están en estos mismos meses a punto de superar el nivel de las reservas internacionales del BCCh, se espera que esto también ocurra a nivel global en 2011, según proyecciones de Morgan Stanley.

Si bien el tamaño y velocidad de crecimiento de los FRS es impresionante,



Se espera que durante el segundo trimestre los saldos acumulados en los nuevos FRS superen el volumen de las reservas internacionales (USD 17.897 a fines de marzo).



su volumen es aún relativamente pequeño respecto de los USD 194.4 trillones, que es el tamaño del mercado de capitales mundial (suma de bonos, acciones y activos bancarios)². Por eso es que no se espera que las transacciones de los FRS representen un riesgo potencial para la estabilidad de los mercados globales. Más bien al contrario: se ha observado recientemente cómo la toma de oportunidades por algunos de ellos ha servido al necesario rescate de entidades financieras en problemas en los Estados Unidos.

**EXCELENCIA ACADÉMICA
en Ingeniería Comercial**

1^a
en profesores
con postgrado

1^a
en profesores
que investigan

4^o mejor puntaje para
Ing. Comercial entre
Universidades Privadas

Revista Qué Pasa, Noviembre de 2007.

Entre Universidades Privadas.
Fuente Ministerio de Educación.



1) International Monetary Fund. "Sovereign Wealth Funds, A work agenda". Working Paper, Feb. 29, 2008.
2) International Monetary Fund. "Global Financial Stability Report", April 2008.

Cuadro 2
**Estimación de los activos administrados por los FRS
 en el mundo**(miles de millones de US dólares)

Fondos		Activos mínimos estimados	Activos máximos estimados
Exportadores de petróleo y gas			
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment uthority	250	875
Noruega	Government Pension Fund	380	380
Arabia Saudita	(Sin nombre formal)	289	289
Kuwait	Reserve Fund for Future Generations/Government Reserve Fund	213	213
Rusia	Reserve/National Welfare Fund	157	157
Libia	Libyan Investment Corporation	50	50
Qatar	State Reserve/Stabilization Fund	30	30
Algeria	Reserve/Revenue Regulation	43	43
Estados Unidos	Alaska Permanent Reserve	40	40
Brunei	Brunei Investment Authority	30	30
Kazajistán	National Fund	21	21
Malasia	Khasana Nasional BHD	19	19
Canadá	Alberta Heritage savings Trust	16	16
Canadá	Excess Crude Account	11	11
Irán	Oil Stabilization Fund	9	9
Azerbaiyán	State Oil Fund	2.5	2.5
Omán	State General Reserve	2	2
Timor Oriental	Timor Oriental	1.4	1.4
Venezuela	FIEM-Macroeconomic Stabilization	0.8	0.8
Trinidad y Tobago	Revenue Stabilization Fund	0.5	0.5
Asia-Pacífico			
Singapur	Government Investment Corporation/Temasek Holdings	280	480
China	China Investment Corporation	200	200
Corea	Korea Investment Corporation	30	30
Taiwán	National Stabilisation Fund	15	15
Australia	Australian Future Fund	54	54
Kiribati	Revenue Stabilization Fund	0.4	0.4
Chile	Fondo de Reserva de Pensiones Fondo de Estabilización Económico-Social	16.8	16.8
Otros			
Botsuana	Pula Fund	4.7	4.7
Total		2.094.1	2.969.9

Fuente: FMI y Ministerio de Hacienda

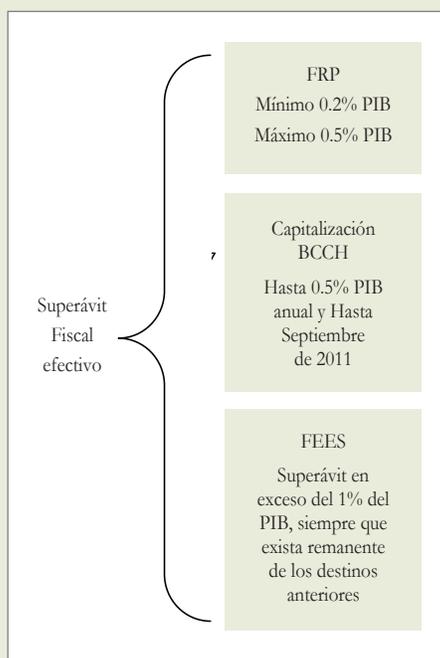
En el caso de Chile, los números nos hablan de un volumen relativamente más importante. Los FRS alcanzan al 12 por ciento del PIB: grosso modo, 4.8 por ciento de todo el stock de capital físico y financiero de Chile³. Si incluimos, además, las reservas del Banco Central, las mismas cifras se duplican.

Antes de examinar el alcance de estas cifras, recordemos cuáles son y cómo operan los FRS creados en Chile.

Los fondos soberanos del Estado chileno

Aprobados como parte de la llamada Ley de Responsabilidad Fiscal (Ley 20.128 de agosto de 2006):

- Se creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), que contempla un aporte mínimo garantizado anual equivalente al 0,2% del PIB efectivo del año anterior, el que puede llegar



Los destinos de gasto de los excedentes de ahorro se deben decidir en base a priorizar aquellos usos socialmente más rentables, determinados a través de un proceso de evaluación de proyectos altamente profesional.



a un máximo de 0.5% del PIB. El superávit efectivo de un año dado primero se destina a este fondo, el que acumulará recursos para garantizar el futuro pago de pensiones mínimas y de pensiones asistenciales que, por razones demográficas, se estima comenzarán a ser crecientes a partir del 2016.

- Se dio al fisco la posibilidad de efectuar aportes de capital al Banco Central (que hoy mantiene patrimonio negativo) hasta por un monto máximo anual equivalente al saldo resultante de restar al superávit efectivo el aporte al FRP, siempre que este saldo sea positivo. Con todo, los aportes que se efectúen no podrán exceder el 0,5% del PIB del año anterior. La facultad de efectuar dichos aportes rige por un plazo de cinco años, contados desde septiembre de 2006.

- Se creó el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que recibe el superávit efectivo por sobre 1% del PIB. El FEES es el sucesor de los Fondos de Compensación de los Ingresos del Cobre, y su principal objetivo es

otorgar estabilidad financiera al Fisco, permitiendo que el ahorro generado en tiempos de superávit sea utilizado para financiar periodos deficitarios. Al FEES ingresa el saldo que resulte de restar al superávit efectivo el aporte al FRP y el aporte de capital al BCCh.

- Se establecieron las normas de inversión de los recursos de ambos Fondos tanto en Chile como en el extranjero, cuya administración se podrá contratar con terceros vía licitación pública. Tanto el FRP como el FEES pueden estar invertidos hasta un 100% en el exterior.

Renta perpetua si apoyamos gobiernos responsables

El nivel y velocidad de crecimiento de los FRS chilenos dependerá de la mantención y tamaño de los superávit fiscales, los que en parte importante responden a la transferencia de recursos derivados de los altos precios del cobre exportado que hace Codelco.

Hemos supuesto que durante los próximos ocho años⁴, los aportes totales al FRP y al FEES -ambos después de considerar el 0.5% de aporte del fisco al Banco Central (hasta 2011)- no bajarán del uno por ciento en conjunto, medidos como porcentaje del PIB. En otras palabras, y para satisfacer los tres usos mencionados, hasta 2011 se supone un superávit fiscal efectivo mínimo de 1.5 % del PIB y luego, de 1 % del PIB entre el 2011 y 2016. Ya que 2007 terminó con un superávit fiscal efectivo equivalente al 8.7 %, el supuesto de superávit realizado implica una baja considerable desde 2008 a 2016, y bien podría calificarse como un escenario conservador si se piensa en la probabilidad de mantención de los precios de exportación en niveles históricamente altos⁵.

3) Supone relación producto-capital igual a 2.5.

4) 2016 es el año en que el Ministerio de Hacienda proyecta mayores egresos por concepto de pago de pensiones.

5) Por cierto, se requiere también que los costos de producción de Codelco dejen de aumentar como lo han hecho. Estos se han disparado un 136% en los últimos 8 años, desde los 60,3 centavos de dólar por libra a fines de 1999, a 142,3 centavos en 2007)

Cuadro 3

Fondo de Reserva de Pensiones
(en USD millones nominales)

	PGB (1)	FRP adiciones anuales capitalizadas al 6,6%	FRP acumulado 2007	FRP total con cartera de riesgo moderado (2)
2008	170.000	850	1.552	2.402
2016	292.092	1.556	2.589	4.145

Fondo de estabilización económica y social
(cifras en USD millones nominales).

	PGB (1)	FEES acumulado 2007, aportes del 0.5% del PIB,
2008	170000	22868
2016	292092	49664

(1) Crecimiento nominal de 7 % anual en USD.

(2). Suma de las adiciones anuales más la capitalización del saldo acumulado a fines de 2007 a una tasa de 6.6% nominal anual (acciones y bonos corp. 35% al 7.9%, tasa nominal de instrumentos de renta variable y bonos corporativos; resto al 5.9%).

Ahora bien, respecto del uno por ciento de aporte total aquí asumido, se supone también que este se distribuye entre el FRP y el FEES en partes iguales.

Del Cuadro 3 resultan acumulaciones de fondos de USD 4.145 y 49.664, millones nominales para el FRP y el FEES a fines de 2016 respectivamente, totalizando USD 53.809 millones, esto es 18.4 por ciento del PIB proyectado (solo 14.8 por ciento del PIB a fines de 2008).

A su turno, si la gestión de la cartera de fondos permitiera una rentabilidad real de un 3.5 por ciento⁶, el presupuesto nacional contaría con una renta real perpetua de USD 1.883 millones desde 2016. Esto es, en valor presente y a igual poder adquisitivo en US dólares, USD 1.156 millones. Esta renta real perpetua equivale al 46 por ciento del valor total gastado en todos los

programas sociales⁷ en 2007.

No cambiar jaguares por elefantes

Aunque no está en el propósito de este artículo evaluar en detalle los usos posibles de la renta perpetua recién estimados, parece de la mayor importancia recordar ciertos requisitos básicos de racionalidad económica a la hora de gastar. Los dos requisitos más importantes-citados a menudo en la literatura de bonanzas respecto de lo que se conoce como “la maldición de los recursos naturales”- son los siguientes:.

i. Que los destinos de gasto correspondan a usos socialmente rentables, determinados a través de un proceso de evaluación de proyectos altamente profesional. Nos parece de la mayor importancia entonces, recordar que los destinos de gasto de los excedentes

de ahorro se deben decidir en base a priorizar aquellos usos socialmente más rentables, determinados a través de un proceso de evaluación de proyectos altamente profesional. De fallar este requisito, el país se condena a perder potencial de crecimiento. El caso peor -pero no raro en el mundo-, es que los grupos de presión tomen el lugar de las tasas internas de retorno y la arbitrariedad política asuma el sitio del valor presente neto como criterios de asignación de recursos de inversión.

En Chile hoy lamentamos observar que la evaluación social de proyectos no parece tener el estándar profesional ni el respaldo político suficiente como para ser ejercida con el rigor que merece.

Por dicho camino, si gastamos mal, nuestro jaguar nonato de comienzos de los años noventa podría terminar fatalmente amenazado por los elefantes blancos.

ii. Que se asegure una capacidad de gestión tal, que los costos de administración de los programas sean minimizados y su eficiencia evaluada con benchmarks internacionales de experiencias exitosas en aquellos consecuencias éticas, por cierto. países que han emprendido procesos de modernización del Estado (incluyendo por cierto, Poder Judicial, Parlamento y Contraloría).

De fallar este segundo requisito, el consecuente costo de oportunidad del despilfarro podría ser perfectamente equiparado a la corrupción... con todas sus consecuencias éticas, por cierto.

6) Típicamente la composición de las acciones en los FRS en el mundo supera el 40 por ciento de las carteras, el que se compara con el 15 por ciento propuesto recién para los FRP y FEES. Si Chile incrementara en el futuro sus tenencias acciones e instrumentos relativamente más riesgosos, en línea con dicho estándar internacional, la rentabilidad real podría superar el 3.5 por ciento señalado en USD.

7) Fuente: DIPRES, Ministerio de Hacienda. Incluye los programas Sence, Instituto Nacional de Deportes, Seguridad y Participación ciudadana, Plan Cuadrante, Minvu, Orígenes, Fondo de Tierras y Aguas, INDAP, Chile Solidario, Jornada Escolar Completa, Junji y Plan Auge. El total gastado en 2007 fue de USD 2.496 millones.

Así por ejemplo, deberíamos asumir que un inescrupuloso recaudador de coimas ofende tanto a la ética de la escasez de recursos como un bien intencionado pero torpe gerente público que pierde plata ajena por mala administración y desorden. Ambos restan recursos al crecimiento y la inversión social y de nada sirve que nos esmeremos en separar lo que ya equiparaba el viejo tango... *que uno vive en la impostura y el otro roba en su ambición.*

Hecha la salvaguardia, nos referiremos a los desafíos que tanto desde el punto de vista de las políticas macro y de la administración de portafolios, ofrecería la situación de país nuevo-rico.

Desafíos de la abundancia

El salto patrimonial antes descrito impone a los futuros gobiernos económicos importantes desafíos, tanto para la política económica como para la administración de cartera. Entre los principales podemos esbozar los siguientes a modo de conclusión.

1. En Chile están definidas las reglas de alimentación de los fondos FEES y FRP, pero no existen reglas de traspaso al gasto público que se discute cada año en el Congreso. Los FRS pueden ser una herramienta de gran valor para la política fiscal, pero obviamente su manejo debe guardar congruencia con los límites que imponen las restricciones a la expansión del gasto público. En

otras palabras, la economía no soporta cualquier tasa de expansión del gasto sin descarrilarse y el límite está dado por el producto potencial de cada año. Son varios los países que a la hora de poner los FRS en práctica han mostrado grandes fallas de concepto y administración. Faltas graves de transparencia han creado desconfianza y anulado todo sentido de pertenencia de los ciudadanos (Azerbaiyán, Kazajistán) o han gastado, con la obnubilación de un nuevo rico, gran parte de lo ahorrado (el estado de Alaska, la provincia canadiense de Alberta, Venezuela). Casos como éstos son los que han servido de ejemplo a la denominada “maldición de los recursos naturales”⁸ Hasta ahora, el gobierno chileno y su Congreso han actuado con gran prudencia y seriedad en la instalación de reglas de administración tanto para el FRP como para el FEES. A riesgo de recordar lo obvio, digamos también que dichos atributos solo son posibles de mantener si al mismo tiempo se adhiere a reglas presupuestarias estables y conocidas, como la del equilibrio fiscal estructural.

2. Incluso fijando reglas de egreso de los fondos, el manejo fiscal coherente no está garantizado. Por ejemplo, en el caso noruego, un ejemplo de experiencia exitosa en la acumulación y gestión de FRS, existe el problema de que los traspasos al gasto público son una fracción fija del valor de los fondos (4% anual). De esta manera, con el auge de las bolsas mundiales de los últimos años, Noruega vio aumentado su gasto público y el valor de la moneda local

más de lo esperado.

En el caso particular del FRP chileno, la cobertura poblacional del nuevo pilar solidario del sistema (por ejemplo, el derecho a pensión de las mujeres pertenecientes al 60 por ciento más pobre) tendrá que determinarse anticipadamente con la mayor precisión posible, y fiscalizarse adecuadamente. De otro modo, el uso de la reserva de pensiones futuras podría resultar desvirtuado por vicios de gestión y en último término, contribuir a descarrilamientos de gasto en vez de evitarlos.

3. La política monetaria debe acompañar la acumulación de FRS, actuando para esterilizar eventuales operaciones de cambio expansivas, en el entendido que la estabilidad macroeconómica, y el control de la inflación en particular, son requisitos previos para la adecuada existencia y operación de los FRS.



Si gastamos mal, nuestro jaguar nonato de comienzos de los años noventa podría terminar fatalmente amenazado por los elefantes blancos.



8) En rigor, la maldición de los recursos naturales (resource curse), conocida también en la literatura como la “paradoja de la abundancia”, comprende también los efectos negativos sobre el crecimiento, que se pueden derivar de una pérdida brusca de competitividad o de precios de exportación muy volátiles. Ver, por ejemplo: Escaping the Resource Curse. M. Humphreys, J. Sachs, and J.E. Stiglitz, eds.. New York, Columbia University Press, 2007.

4. El manejo prudente de la cartera de los FRS ofrece una posibilidad atractiva de reducir o eliminar el costo de oportunidad de mantener reservas internacionales que entregan un retorno menor. No obstante, los gestores de portafolio deben estar muy concientes de que en una cartera de largo plazo la inclusión de activos de renta variable significa aceptar tácitamente que habrá periodos en que la rentabilidad será muy adversa. Está en la naturaleza de los mercados accionarios, y en menor medida en la de los bonos de largo plazo, la volatilidad diaria de los retornos. Por cierto, países con experiencias muy exitosas en la gestión de FRS como Noruega, no han escapado al escrutinio político-público cuando la ansiedad por retornos siempre positivos de corto plazo y la demanda por titulares de prensa llamativos lo han hecho posible (ver recorte de periódico noruego en el cuadro 4).

Por lo tanto, la autoridad debe velar por la difusión al público en general y al sistema político en particular, de que los FRS tienen un riesgo de pérdida que hay que aprender a soportar en el corto plazo a cambio de ganar más en el largo. En este sentido, la presencia de los multifondos administrados por las AFP representa una cierta ventaja en la medida que el público chileno haya aprendido de ellos, y esté dispuesto a tolerar mejor retornos transitorios adversos, tal como ocurre hoy con los fondos A y B del ahorro previsional privado. Sin embargo, vale la pena reiterar que las autoridades deben resistir la tentación de crear expectativas, resistiendo la tentación a celebrar más allá de la cuenta ganancias de la cartera en períodos cortos (esto lo vimos en febrero pasado en Chile y Argentina;

“

...un inescrupuloso recaudador de coimas ofende tanto a la ética de la escasez de recursos como un bien intencionado pero torpe gerente público que pierde plata por mala administración y desorden

”

ver Blog Profesores de nuestra Facultad de Economía y Negocios: “Las reservas no son para ganar plata”, febrero de 2008⁹⁾.

5. La estructura de cartera de cada fondo debe seguir el perfil de riesgo-retorno-liquidez que corresponda a su objetivo específico.

Cuadro 4

De gjør Norge fattigere

Hacen a Noruega más pobre

Números catastróficos para el fondo del petróleo.

Fuente: Diario Aftenposten, noviembre 2002 (citado por Knut N. Kjaer,

NorgesBank Investment Management, en su presentación en el Banco Central de Chile, noviembre de 2007).

El Ministerio de Hacienda chileno anunció en abril de este año que sus FRS seguirán una composición de activos consistente en 15 % de acciones y 20% de bonos corporativos, sustituyendo así parte de su actual tenencia de instrumentos gubernamentales y depósitos bancarios por papeles de riesgo mayor.

El anuncio es perfectamente coherente con las características que deben tener los portafolios de fondos de inversión. De hecho, un FRS típico mantiene alrededor de un 40 % solo en acciones, y el fondo de pensiones noruego, usualmente citado como modelo exitoso 9), tiene ya probadas

Es posible que Chile deba también aumentar paulatinamente el perfil de riesgo de sus fondos. No obstante, distintos en su tamaño y propósitos como son el FRP y el FEES, podría requerirse mayor elaboración para adecuar la estructura de cartera a los objetivos específicos de cada uno. Así por ejemplo, si en 2016 se esperan retiros relativamente mayores del FRP, habrá que bajar los riesgos de ese portafolio para adecuarlo a la necesidad de preservación de capital, tal como lo hace un afiliado de AFP a punto de jubilar.

Por último, la administración externa de los fondos, alternativa que pasará a suplir el transitorio rol de agente fiscal que hoy cumple el Banco Central en esta materia, deberá elegir entre administradores *activos o pasivos*. Como explicábamos en la edición de abril del Observatorio Económico¹⁰⁾, existe suficiente evidencia para preferir uno o más administradores externos pasivos como la alternativa más eficiente.

9) <http://www.blogeconomia.uahurtado.cl/?p=27>

10) ¿Para qué sirven los intermediarios de valores? Observatorio Económico N°15, Facultad de Economía y Negocios, Universidad Alberto Hurtado, abril de 2008.