

03

POLÍTICA FINANCIERA



Los mercados financieros juegan múltiples roles en una economía moderna. Para los hogares son un mecanismo para suavizar el consumo en el tiempo a través de instrumentos de ahorro y crédito, a la vez que les ayudan a cubrir diversos riesgos por medio de un conjunto de seguros. Por otra parte, para las empresas son una fuente de financiamiento de corto y largo plazo además de facilitar la gestión de diversos riesgos a través de seguros, derivados financiero entre otros. Desde una perspectiva macroeconómica, los principales objetivos de los mercados financieros son amortiguar *shocks* externos (reduciendo así la volatilidad de producto y el empleo) e impulsar el crecimiento de largo plazo¹.

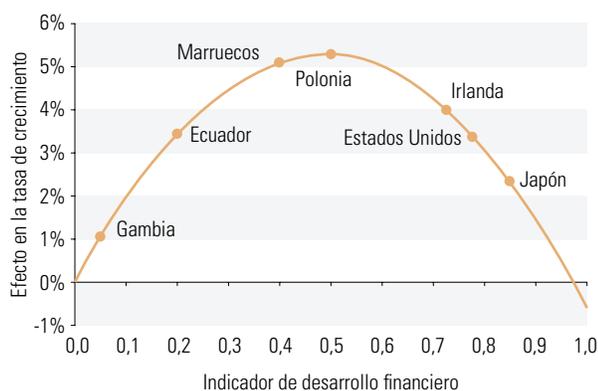
Tanto la teoría como la evidencia muestran que, en general, tener mercados financieros desarrollados tiene un efecto positivo sobre el PIB. No obstante, evidencia reciente de Arcand et al. (2015) y del Fondo Monetario Internacional (FMI 2015) muestra que la relación entre crecimiento y desarrollo financiero no es lineal; es decir, que a partir de cierto nivel de desarrollo financiero dicha relación se hace negativa². Las principales explicaciones detrás de lo anterior serían que demasiado desarrollo financiero aumentaría la frecuencia de auge y caídas de la economía, desviaría talentos y capital humano desde los sectores productivos hacia el sector financiero, y se fomentaría el riesgo moral o la extracción de renta desde otros sectores.

1 Uno de los principales roles del mercado financiero es mitigar las asimetrías de información y los problemas de incentivos existentes en el mercado del ahorro-inversión. Al respecto, Levine (2005) señala que un mercado financiero desarrollado promueve la acumulación de capital físico y humano, aumenta los grados de eficiencia en la asignación del capital, minimiza los costos de las asimetrías de información, mejora el manejo de riesgos y promueve la innovación. Levine, R. (2005) "Finance and Growth: Theory and Evidence", en Handbook of Economic Growth, 1, pp 865-934.

2 Arcand J.L, E. Berkes y U. Panizza (2015), "Too Much Finance", Journal of Economic Growth; Fondo Monetario Internacional (2015), "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", IMF Staff Discussion Note.

GRÁFICO 3.1

Efecto del Desarrollo Financiero en el Crecimiento



Fuente: FMI (2015)

Entre las conclusiones que se extraen del estudio del FMI, figura que las regulaciones financieras importan y hacen la diferencia a la hora de evitar crisis financieras e ineficiencias en el mercado financiero. En particular, de los 93 principios de regulación financiera de bancos, compañías de seguros y valores, tres cuartos de ellos son cruciales tanto para aumentar el desarrollo financiero como para evitar volatilidades y crisis financieras³.

Ahora bien, las regulaciones no deben perder de vista el objetivo principal de los mercados financieros, el cual es promover el crecimiento. Como detalló el comisionado de la Agencia de Servicios Financieros de Japón, Nobuchika Mori, las buenas regulaciones no deben perder de vista que la estabilidad financiera debe conseguirse de una manera que fomente el crecimiento. Para lograr lo anterior, las regulaciones financieras

3 Principios de regulación financiera de Basilea, de regulación de seguros de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y de regulación de valores de la Organización Internacional de Reguladores de Valores (IOSCO).

deben tener una visión agregada de todo el sistema financiero y sus efectos reales, y no sólo aprender del pasado sino que también mirar hacia el futuro⁴.

Considerando este enfoque, durante el Gobierno de la Presidenta Michelle Bachelet, el Ministerio de Hacienda ha impulsado una agenda financiera cuyo objetivo ha sido continuar con el desarrollo sostenible del mercado financiero. Para ello, la agenda ha contemplado medidas tendientes a aumentar la profundidad y liquidez de dicho mercado, la creación de nuevos productos financieros y la apertura de nuevas alternativas de inversión, tanto para empresas como personas, junto con fortalecer su supervisión y resiliencia (Figura 3.1).

En particular, entre 2014 y 2017 el ministerio ha realizado diversas modificaciones legales y acciones tendientes a aumentar la profundidad del mercado de renta fija local, promover la competencia en el mercado de los medios de pagos, mejorar la combinación riesgo-retorno del portafolio de inversión del ahorro para las pensiones, facilitar el financiamiento de las

PYME, preservar la solidez y resiliencia del mercado financiero, y aumentar la competitividad e integración de nuestro mercado de capitales con el resto del mundo. Los detalles de esta agenda se describen en las siguientes secciones, focalizándose en particular en los desarrollos del último año.

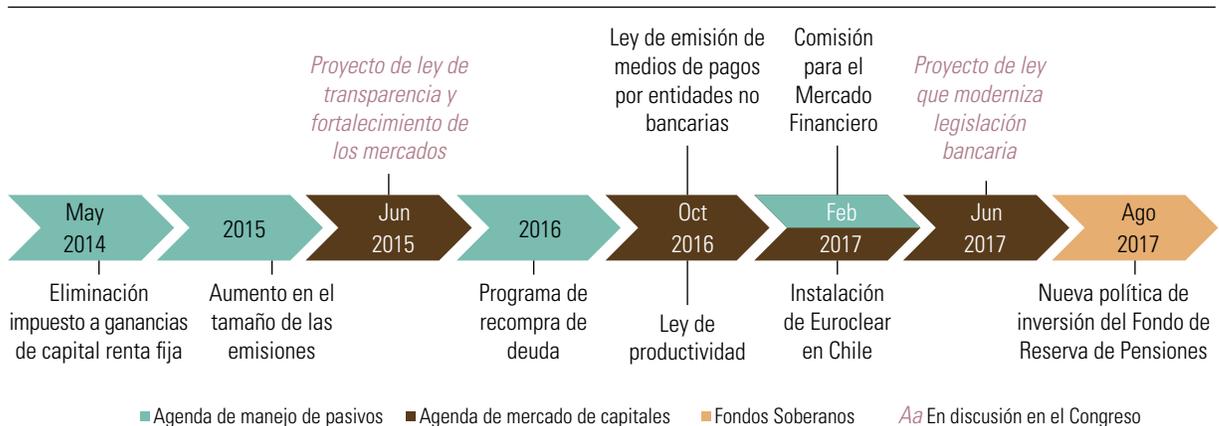
3.1. CAMBIOS LEGALES Y REGULATORIOS

3.1.1. Transparencia en los Mercados

Un aspecto crucial para el buen funcionamiento del mercado de capitales es la confianza que debe tenerse en los emisores de valores por parte de quienes invierten en esos instrumentos. En el caso chileno, dicha confianza se vio golpeada por diversos acontecimientos en los últimos años relacionados con episodios de uso de información privilegiada, manipulación de información y abuso contra los accionistas minoritarios y consumidores.

FIGURA 3.1

Agenda Financiera, 2014-2017



Fuente: Ministerio de Hacienda

4 Financial Services Agency (2017), "From Static Regulation to Dynamic Supervision. Speeches by Commissioner Nobuchika Mori".

Así, en el marco de las propuestas formuladas por el Consejo Asesor Presidencial Contra los Conflictos de Interés, el Tráfico de Influencias y la Corrupción en lo relativo a la confianza de los mercados, durante 2015, el Ministerio de Hacienda impulsó la tramitación de un proyecto de ley con el objeto de fortalecer la regulación en distintas áreas del mercado de capitales, con la finalidad de introducir más transparencia y responsabilidad a los agentes que actúan en él.

Dicho proyecto de ley, que actualmente se encuentra en tramitación en la Comisión de Hacienda del Senado, tiene por objeto facilitar la actuación de los *market makers*; reforzar la responsabilidad tanto de las empresas como del regulador frente a situaciones que generen perjuicio al mercado o a los inversionistas; establecer mejores estándares de entrega de información y manejo de los conflictos de interés de quienes realicen recomendaciones de inversión en instrumentos de oferta pública; precisar las normas de responsabilidad de las empresas de auditoría externa; y establecer una normativa más estricta en las transacciones entre partes relacionadas, de modo de proteger a los accionistas minoritarios.

En el debate de esta iniciativa se consideraron también las preocupaciones formuladas por diversos expertos, parlamentarios y el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales a raíz de los fraudes financieros conocidos en los últimos años, así como las conclusiones de la Comisión Investigadora de la Cámara de Diputados sobre la actuación de los organismos públicos en relación a dichos fraudes.

En línea con lo anterior, en julio pasado, el Ministerio de Hacienda ingresó una indicación sustitutiva que tiene por objeto mejorar el proyecto de ley presentado. En este sentido, la indicación profundiza las pro-

puestas del proyecto original, introduciendo mejoras orientadas a fortalecer el gobierno corporativo de las compañías, mejorando el nivel de transparencia de la información que se entrega al mercado, afinando la normativa para atender los conflictos de interés, mejorando los mecanismos de protección a los accionistas minoritarios a través de una regulación más estricta de las operaciones entre partes relacionadas, y reforzando el rol de los directores independientes y del comité de directores.

Asimismo, se busca robustecer el rol de los auditores externos y las facultades de supervisión de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) sobre los diversos agentes que intervienen en el mercado de valores. Complementariamente, se amplía el perímetro regulatorio de la futura CMF, incorporando a aquellas personas o entidades que realizan asesorías de inversión. El objetivo es proteger a los inversionistas y robustecer la credibilidad del mercado.

Además, se incluyen una serie de modificaciones al DL 3.500, con el fin de mejorar la regulación de las rentas vitalicias, fortalecer las facultades de fiscalización de la Superintendencia de Pensiones sobre los agentes de venta, e incluir bajo el perímetro regulatorio de la misma tanto a las entidades administradoras del Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión (Scomp), como a aquellas personas o entidades que realicen asesorías previsionales no personalizadas.

Como una forma de proteger a los pensionados, se elevan los estándares de conocimiento e idoneidad para los agentes de ventas de rentas vitalicias. En la misma línea, y con el objeto de lograr una fiscalización más eficiente de las compañías de seguro, se introduce la supervisión basada en riesgos para dichas entidades.

CUADRO 3.1

Proyecto de Ley que Establece Nuevas Exigencias de Transparencia y Reforzamiento de Responsabilidades de los Agentes de los Mercados

Reguladores	<ul style="list-style-type: none"> > Eliminación de uso de información privilegiada para el agravamiento de la pena en caso de difusión de información falsa o tendenciosa que tenga por objeto inducir a error en el mercado de valores. > Facultad de requerir directamente de las empresas filiales de una sociedad anónima abierta la información que considere pertinente para fiscalizar el cumplimiento de la ley. > Fiscalización directa del SCOMP. > Faculta la supervisión basada en riesgo por parte de la Superintendencia de Pensiones respecto del Instituto de Previsión Social. > Faculta a la CMF para realizar supervisión basada en riesgo a las compañías de seguros. > Faculta a la UAF para la fiscalización del lavado de activos y financiamiento del terrorismo con un enfoque basado en riesgo. > Permite la formación de mesas de trabajo de la UAF con las superintendencias del sector financiero con el fin de compartir información que tenga carácter de reservada. > Define períodos de prescripción para los hechos u omisiones constitutivos de infracciones a la ley N° 19.913.
Directorio, plana ejecutiva	<ul style="list-style-type: none"> > Tipificación como ilícito la entrega de información maliciosamente falsa. > Definición del "carácter y naturaleza relevante" para ser director independiente. > Cargo de director independiente será incompatible con el ejercicio del cargo de director en alguna de las demás sociedades del mismo grupo empresarial. > Definición por parte del comité de directores de la política generales de manejo de conflicto de interés y de la política de habitualidad en materia de operaciones con partes relacionadas. > Criterios de elección de los directorios en sociedades filiales deberá ser transparentados.
Auditores externos	<ul style="list-style-type: none"> > Tipificación como ilícito la entrega de información maliciosamente falsa por parte de los socios y la alteración u ocultamiento de los empleados de una empresa de auditoría externa de información, con el objeto de lograr un dictamen falso acerca de la situación financiera de una entidad auditada. > Responsabilidad penal a quienes actúen en forma encubierta como empresa de auditoría externa, quienes lo realicen sin registrarse o bajo una inscripción suspendida o cancelada. > Tipificación como ilícito para los socios o administradores de una empresa de auditoría externa que revele información reservada de las empresas que auditen. > Somete a la fiscalización a todas las actividades que realicen las empresas de auditorías. > CMF dictará la normativa que rige dicha actividad, la que deberá tomar en consideración las normas internacionalmente aceptadas sobre la materia.
Protección accionistas minoritarios	<ul style="list-style-type: none"> > Aplicación a las fusiones de las normas sobre operaciones con partes relacionadas. > Aclaración del concepto de "directores involucrados" para efectos de una operación con partes relacionadas. > Faculta a la CMF para pronunciarse sobre las menciones mínimas que debe contener la política de operaciones habituales aprobada por el directorio. > Monto de las operaciones para ser consideradas habituales no podrá superar el 10% del valor del activo de la sociedad. > CMF podrá requerir a las sociedades anónimas abiertas que difundan el detalle de las operaciones con partes relacionadas que hubieren realizado. > Aplicación del título XVI de la ley 18.046 a todas las operaciones de las SA.

Continúa

Asesores de inversión	<ul style="list-style-type: none"> > Asesores que recomienden inversión en instrumentos de oferta pública, deberán tener conocimientos y experiencia en materia de inversión y tendrán la obligación de explicitar los potenciales conflictos de interés que los puedan afectar. > Regulación específica para la prestación de asesorías de inversión, las que estarán bajo la fiscalización de la CMF, deberán registrarse en la CMF y cumplir requisitos mínimos de información. > CMF registra y exige requisitos de idoneidad a agentes de venta de rentas vitalicias. > Faculta a la Superintendencia de Pensiones para registrar y establecer requisitos de idoneidad profesional a las entidades y personas que realicen asesoría previsional. > Incorpora al ámbito de fiscalización y regulación de la Superintendencia de Pensiones a las asesorías previsionales no personalizadas.
Varios	<ul style="list-style-type: none"> > Facilita actuación de <i>market makers</i>. > Permite a la UAF la aplicación de un enfoque basado en riesgos para la fiscalización del lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. > Incorpora la realización de actividades restringidas al giro bancario como delito base de lavado de activos. > Endurece las penas de aquellos que maliciosamente tengan bienes cuyo origen sea la invasión al giro bancario o intenten ocultar este origen.

Fuente: Boletín 10.162-05, Ministerio de Hacienda

Adicionalmente, se recogen las propuestas relativas a potenciar el rol de la Unidad de Análisis Financiero (UAF), incorporando nuevas facultades de coordinación de este organismo con los demás supervisores del mercado financiero. Por último, se reconoce en forma expresa la facultad de la UAF de realizar una supervisión basada en riesgo y se establecen expresamente los plazos de prescripción para los hechos u omisiones constitutivos de infracción a la Ley N° 19.913.

3.1.2. Implementación de la Comisión para el Mercado Financiero

En febrero del año 2017 se aprobó la Ley N°21.000, que transforma la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en la CMF, un organismo colegiado independiente cuyo objetivo será, en el ejercicio de sus potestades de regulación, supervisión y sanción, mantener una visión general y sistémica del funcionamiento del mercado financiero en su conjunto, velar por su correcto y adecuado desarrollo, facilitar la participación de los agentes de mercado y promover el cuidado de la fe pública y de la estabilidad financiera. Lo anterior, considerando los intereses de los inversionistas y asegurados.

Esta entidad abarcará en su perímetro regulatorio, en una primera etapa, al mercado de valores y seguros y demás sectores actualmente bajo la fiscalización de la SVS. Posteriormente, mediante la aprobación de la reforma a la Ley General de Bancos (LGB), absorberá a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), incorporando dentro de su perímetro la supervisión de los bancos, emisores de medios de pago y demás entidades hoy fiscalizadas por dicha institución.

La Ley N°21.000 formula un diseño institucional innovador dentro del sistema chileno, alineado con las mejores prácticas internacionales, que se plasma en un esquema de supervisión integrada del mercado financiero. Lo anterior permitirá mantener una visión sistémica del mercado, reducir el arbitraje y las lagunas regulatorias, facilitar la coordinación en la fiscalización de conglomerados financieros, y aprovechar las economías de escala y ámbito.

La ley incorpora una serie de mejoras adicionales al gobierno corporativo del nuevo regulador, introduciendo normas en materia de inhabilidades, incompatibilidades y prevención de conflictos de interés, entre otras

materias. También fortalece el proceso de generación normativa, con mayores exigencias de transparencia y rendición de cuentas al regulador e incorporando un mecanismo de coordinación regulatoria aplicable a todos los organismos de la administración pública.

En materia de investigación y sanción, se crea un nuevo procedimiento sancionatorio, más eficiente y con mayores garantías procesales para los interesados, que contempla la separación de la investigación de los hechos a cargo de un Fiscal respecto de la imposición de las eventuales sanciones, que serán definidas por el Consejo de la CMF. Asimismo, se dota a la autoridad de facultades de investigación más intensas, a través de nuevas medidas intrusivas que permiten el levantamiento del secreto bancario en las investigaciones y la posibilidad de otorgar beneficios por la colaboración eficaz en la investigación de infracciones a través de las figuras de delación compensada y la auto denuncia. Finalmente, se actualiza el marco sancionatorio de la CMF, avanzando hacia una mayor proporcionalidad y fundamentación mediante criterios objetivos a la hora de fijar las multas.

Para promover la adopción de buenas prácticas en materias de gobierno corporativo, ética empresarial, transparencia y competencia leal entre los distintos actores de mercado, la ley impone el deber de autorregularse a los actores más relevantes del mercado de valores. Este deber podrá cumplirse en forma individual o a través de la participación en el Comité de Autorregulación Financiera, organismo que crea la propia Ley N°21.000, encargado principalmente de dictar normas en este ámbito y velar por su cumplimiento. Este Comité será una institución sin fines de lucro, financiada por sus participantes y administrada por un directorio compuesto exclusivamente por directores independientes que deberá garantizar la igualdad de sus miembros y evitar la sobre-representación de los conglomerados.

En marzo de 2017 comenzó el trabajo del Comité de Implementación para la CMF, instancia compuesta por representantes del Ministerio de Hacienda, de la SVS y la SBIF, dedicada a coordinar todos los pasos necesarios para la entrada en operaciones de este nuevo organismo.

En el ámbito del gobierno corporativo, se impulsó la tramitación de la propuesta de nombramiento de los cuatro comisionados designados por la Presidenta de la República, la que recayó en la abogada Rosario Celedón y los economistas Kevin Cowan, Christian Larraín y Mauricio Larraín, todos los cuales fueron ratificados por el Senado en sesión especial. A ellos, se sumó la decisión de la Jefa de Estado de designar al Superintendente de Valores y Seguros en ejercicio, Carlos Pavez, como presidente de la CMF. Según establece la ley, la CMF debe iniciar funciones no antes de dos meses a partir de la publicación en el Diario Oficial de los decretos de nombramiento de los comisionados y el presidente del organismo.

El trabajo del Comité de Implementación también abarcó la redacción de una propuesta de reglamento interno para el funcionamiento del Consejo de la CMF, que contiene todas aquellas materias que la ley le delega regular y otras tradicionalmente comprendidas en este tipo de documento, cuya versión definitiva deberá ser aprobada por esta instancia. Asimismo, formuló una propuesta para la implementación de la nueva Unidad de Investigación y el correspondiente nombramiento del Fiscal a través del Sistema de Alta Dirección Pública.

El Comité también guió el proceso de reestructuración interna de la SVS para adecuarla a las nuevas exigencias que establece la Ley N°21.000 y condujo el trabajo en conjunto con las Asociaciones de Funcionarios de la SVS y de la SBIF en torno al nuevo Estatuto de Personal de la CMF, que deberá ser dictado

por la Presidenta de la República a través de un decreto con fuerza de ley.

3.1.3. Ley General de Bancos

Tanto la experiencia internacional como local muestran que cuando el sistema bancario presenta problemas de solvencia, liquidez o gestión, puede convertirse en el eslabón más débil de la economía. En efecto, la quiebra de un banco puede imponer elevados y persistentes costos a la sociedad, más allá de las pérdidas en que incurrirán sus accionistas. Más aún, en el caso de bancos sistémicamente relevantes, su insolvencia puede gestar un contagio generalizado y, muy probablemente, una crisis financiera con el potencial de revertir años de avances económicos. Adicionalmente, sin un marco regulatorio y de gestión de riesgos apropiados, la actividad bancaria puede

propiciar la incubación de burbujas crediticias e inmobiliarias que generan importantes pérdidas de eficiencia y transferencias de rentas entre agentes, entre otros riesgos para la economía (Cuadro 3.2).

Durante los últimos 15 años se han registrado una serie de avances regulatorios a nivel global, los que se aceleraron luego de las crisis bancarias ocurridas tanto en Estados Unidos como en Europa. Dichos avances apuntan a mejorar el gobierno corporativo de los reguladores; fortalecer la situación patrimonial y de liquidez de los bancos, así como su gestión; y contar con instrumentos adecuados para resolver la situación de los bancos en problemas, mitigando los efectos negativos que su colapso podría tener sobre la economía.

Pese a que Chile cuenta en la actualidad con un sistema bancario sólido, que absorbió adecuadamente las turbulencias externas que surgieron tras la crisis financiera internacional de los años 2008-2009, su regulación ha quedado rezagada con respecto a las mejores prácticas internacionales. La actual LGB data de mediados de los años ochenta y se diseñó como respuesta a la crisis de la deuda de comienzos de esa década. La única modificación sustantiva se realizó en 1997 y consistió en alinear la regulación nacional con algunos aspectos de los estándares internacionales de adecuación de capital contenidos en Basilea I.

Este análisis llevó a que en junio del año 2017 el Ejecutivo ingresara al Congreso un Proyecto de ley que moderniza la legislación bancaria. Los objetivos de este proyecto son fortalecer el gobierno corporativo del regulador y crear un marco institucional armónico para la supervisión y regulación financiera; aumentar la resiliencia del sistema bancario, adoptando los estándares de Basilea III; y dotar al regulador con herramientas que permitan prevenir problemas de liquidez y solvencia en bancos.

CUADRO 3.2

Costos de las Crisis Bancarias, Resultados Reportados en la Literatura
(Diferencia media de PIB antes de la crisis y después de la crisis, porcentaje)

Desde el punto más alto al más bajo	
Reinhart y Rogoff (2009)	9
Cecchetti et al. (2009)	9
Período hasta que se recupera la tasa de crecimiento	
Bordo et al (2002), muestra 1973-97	6
Bordo et al (2002), muestra 1919-39	11
FMI (1998)	12
Hoggarth et al. (2002)	14
Demirgüç-Kunt et al (2005)	7
Hutchison y Neuberger (2006)	10

Fuente: Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (2010), "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements", tabla página 41

a. Aspectos Institucionales

El proyecto de ley ingresado lleva a cabo la segunda etapa del proceso de implementación de la CMF aprobada por la Ley N°21.000 a principios de este año. Esta etapa incorpora dentro del perímetro regulatorio de la CMF a las instituciones que actualmente supervisa la SBIF, logrando así un supervisor único para bancos, valores y seguros. De esta forma se genera una visión sistémica que evita oportunidades de arbitraje regulatorio y se logran economías tanto de escala como de ámbito.

En el debate local y en las evaluaciones de organismos internacionales se planteó que la limitada independencia del supervisor bancario sería una de las principales debilidades de la institucionalidad vigente. En ese sentido, el carácter colegiado del órgano directivo de la CMF, su elevado estándar de designación y las causales establecidas por la ley para su remoción, permitirán que el regulador sea menos propenso a la captura por grupos de interés. Adicionalmente, también se favorece la independencia del personal de la CMF al otorgarle protección legal por acciones judiciales ejercidas en su contra en el desempeño de sus funciones (incluyendo las figuras del administrador provisional e inspector delegado), logrando así neutralizar los desincentivos a actuar. Asimismo, el proyecto hace extensiva la institucionalidad de la CMF a la supervisión bancaria, separando la instancia de investigación del proceso sancionatorio, resguardando así el debido proceso.

b. Requerimientos de Capital

La crisis financiera internacional de 2008-2009 generó importantes lecciones para los reguladores a nivel global, al evidenciar que el sistema bancario necesitaba más y mejor capital para hacer frente a los riesgos propios de la industria y alinear en forma eficaz

los incentivos de los accionistas con los de los depositantes. Así, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 2010 propuso una fórmula para abordar estas nuevas necesidades de capital y liquidez, la que fue incorporada en los estándares internacionales para la regulación bancaria de Basilea III. Este proyecto busca cerrar la brecha entre la legislación actual y las mejores prácticas internacionales mediante la adopción de los requisitos de capital propuestos en Basilea III.

En primer lugar, se propone un aumento en el nivel mínimo de capital Tier 1, el componente de capital con la mayor capacidad de absorción de pérdidas, desde un 4,5% hasta un 6% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR). Este aumento podrá ser completado con instrumentos híbridos de capital y vendrá acompañado de una disminución de un 1,5% en los requisitos mínimos exigidos de capital Tier 2. Adicionalmente, se modifican los cuerpos legales que regulan los regímenes de inversión de las administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros, para permitirles adquirir estos instrumentos híbridos de capital, pero limitando la exposición. Finalmente, con el objeto de adecuar los cargos de capital a los riesgos idiosincráticos de instituciones particulares, el Consejo de la CMF podrá imponer requisitos adicionales de capital básico de hasta un máximo de 4% de los APR, con el voto favorable de al menos cuatro de los cinco comisionados.

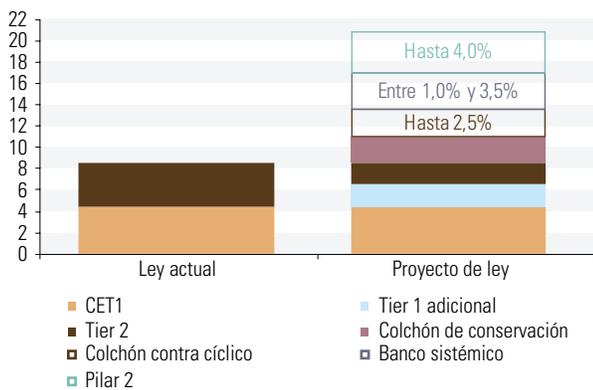
En segundo lugar, se incorpora un colchón de conservación por un 2,5% de los APR compuesto por capital básico. En caso de incumplimiento de este requerimiento, se imponen restricciones progresivas a la distribución de dividendos.

En tercer lugar, se incorporan un conjunto de cargos de capital que buscan reducir riesgos sistémicos que surjan del sector bancario. De esta manera, se reconoce a la CMF la facultad para establecer exigencias de

capital adicionales a aquellos bancos que considere que revisten importancia sistémica, las que llegarán a un máximo de 3,5% de los APR y deberán contar con acuerdo previo favorable del Banco Central. A su vez se incorpora una exigencia de capital adicional de carácter contra cíclico, que deberá ser fijado por el Banco Central, previo acuerdo favorable de la CMF, con un top máximo del 2,5% de los APR (Gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.2

Requerimientos de Capital
(Porcentaje sobre activos ponderados por riesgo)



Fuente: Ministerio de Hacienda

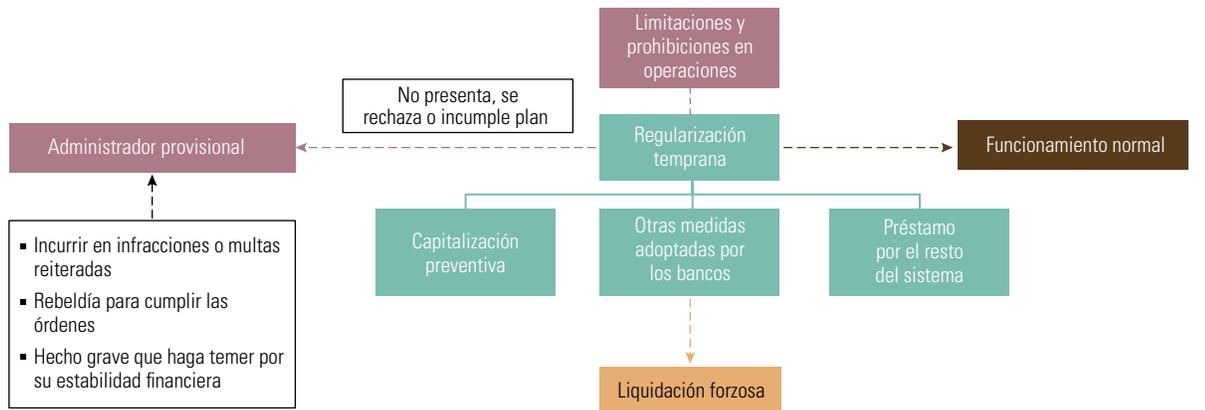
Según estimaciones de la SBIF, en el escenario base la adopción de los requerimientos permanentes de Basilea III implicará US\$ 2.700 millones en capitalización adicional para todo el sistema bancario. Sin embargo, en caso que los bancos emitan instrumentos híbridos de capital para cubrir sus necesidades de capital adicional Tier 1, esta suma se reduce a US\$ 518 millones. Con el fin de generar una transición ordenada, permitir el desarrollo de instrumentos híbridos y mitigar eventuales restricciones al crédito, el proyecto de ley contempla una adopción gradual de los requerimientos mínimos de capital en un período de seis años.

c. Herramientas para el Manejo de Bancos en Problemas

Una de las principales lecciones de crisis bancarias en diversos países es la importancia de tener herramientas supervisoras que permitan una oportuna corrección de debilidades en la posición financiera de un banco o de deficiencias en su gestión. Es por lo anterior que la iniciativa legal también crea una nueva herramienta preventiva para que el regulador aborde la situación de bancos en problemas, llamada plan de regularización temprana. Bajo esta figura,

FIGURA 3.2

Regularización Temprana



Fuente: Ministerio de Hacienda

la CMF tiene las facultades para exigir que un banco que presente problemas incipientes de solvencia, liquidez o gestión le remita un plan tendiente a remediar la situación y asegurar su normal funcionamiento. Si bien las medidas para subsanar los problemas serán de carácter privado, la CMF podrá pronunciarse sobre la suficiencia del plan y monitorear periódicamente su cumplimiento, además de solicitar la capitalización preventiva o capitalización por el sistema financiero si lo estima necesario. En caso de incumplimiento de los términos y condiciones aprobados en el plan, la CMF podrá designar un administrador provisional o un inspector delegado (Figura 3.2).

El proyecto propone la eliminación de la proposición de convenio, debido a su poca operatividad práctica y el riesgo de retiros masivos por parte de los clientes asociados a una negociación en un contexto cercano a la insolvencia.

Por otro lado, la ley fortalece la garantía estatal de los depósitos para proteger a los pequeños ahorrantes en caso de liquidación de un banco. El tope máximo para dicha garantía, 108 UF por persona en todo el sistema bancario, fue definida en el año 1986 en un nivel que correspondía al PIB por habitante de dicho año. Con el objetivo de actualizar la garantía estatal a los depósitos a plazo con respecto a los aumentos del PIB per cápita, se aumenta el límite del monto cubierto desde 120 UF a 400 UF para cada persona natural, eliminando también el tope de cobertura del 90%. Esta medida aumenta el pasivo contingente del Estado desde un 2,28% del PIB a un 3,14%⁵.

3.1.4. Ley de Productividad: Inversión de los Fondos de Pensiones

Mejorar las pensiones de los afiliados al sistema de pensiones ha sido una prioridad para este Gobierno. Teniendo en vista ese objetivo, la Ley N° 20.956 de 2016, que estableció medidas para impulsar la productividad, estableció, en lo que interesa, la autorización a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para invertir en los denominados “activos alternativos” y en proyectos de infraestructura con la expectativa de que sus portafolios de inversión aumenten sus retornos ajustados por riesgo en el largo plazo, lo que debiese reflejarse en mejores pensiones para los afiliados. Adicionalmente, la ley elimina algunas trabas regulatorias con el fin de flexibilizar la inversión por parte de las AFP. Estas medidas entrarán en vigencia a partir del 1° de noviembre de 2017.

Específicamente esta ley permitirá que las AFP puedan invertir en capital privado, deuda privada, activos inmobiliarios y de infraestructura y otro tipo de activos. Adicionalmente, la ley autoriza la inversión en otros instrumentos de inversión como bonos de fondos de inversión y en acciones de sociedades concesionarias de obras de infraestructura. Por otra parte, la ley modifica algunos límites con el fin de flexibilizar la inversión en los activos alternativos y en los fondos de inversión nacionales. Por ejemplo, se eliminan de los límites a los activos renta variable y activos restringidos los aportes comprometidos mediante contratos de promesa de suscripción y pago de cuotas de inversión. Asimismo, se aumenta el límite por emisor aplicable a los fondos de inversión nacionales.

Para lo anterior, la Superintendencia de Pensiones puso a disposición del público y de diversos agentes del mercado, entre junio y agosto de 2017, una

5 El límite es de 400 UF de cobertura máxima por persona natural en todo el sistema bancario en cada año calendario. Para cada banco individual este límite será de 200 UF.

propuesta para definir el detalle del tipo de instrumentos, operaciones y contratos de las nuevas alternativas de inversión, así como las disposiciones necesarias para un adecuado control y gestión de sus riesgos. Esta normativa, llamada Régimen de Inversión⁶, debe estar finalizada antes de la entrada en vigor de las medidas referidas.

3.1.5. Protección de Datos Personales

Chile cuenta desde el año 1999 con un marco normativo que protege la privacidad de la información de las personas y regula su tratamiento (Ley N° 19.628, sobre protección de la vida privada). Esta ley fue un gran avance al momento de su promulgación, siendo Chile el primer país latinoamericano en darse un marco regulatorio en esta materia. Sin embargo, la masificación en el uso de las tecnologías de la información, el extendido acceso a internet, la generación y uso de grandes volúmenes de información, la expansión del comercio electrónico, unido al surgimiento de la economía digital, han llevado a que esta normativa pierda efectividad. Desde esta perspectiva, el principal desafío que se enfrentaba era proponer un nuevo marco regulatorio que: i) proteja los derechos y libertades de las personas; y ii) garantice el tratamiento lícito de los datos personales por parte de terceros, no entorpeciendo ni entorpeciendo la libre circulación de la información.

En este contexto y haciéndose cargo también del compromiso adquirido en el marco del proceso de acceso a la OCDE, en el mes de marzo de 2017, el Gobierno –a través del Ministerio de Hacienda– presentó ante el Congreso Nacional un proyecto de ley

que regula la protección y el tratamiento de los datos personales y crea la Agencia de Protección de Datos Personales. Esta fue la primera iniciativa de ley acompañada de un informe de productividad que analiza y evalúa los efectos esperados de la política pública en materia de productividad, en base a un enfoque de costo-beneficio.

El objetivo general del proyecto es actualizar y modernizar el marco normativo e institucional en materia de datos personales, con el propósito de establecer que el tratamiento de los datos personales se realice con el consentimiento del titular o en los casos que autorice la ley y, al mismo tiempo, definir las condiciones regulatorias bajo las cuales los terceros –empresas y organizaciones públicas o privadas– pueden efectuar legítimamente el tratamiento de tales datos.

Los objetivos específicos de la propuesta son los siguientes: (a) reforzar los derechos de los titulares de los datos personales en relación a su tratamiento; (b) dotar al país de una legislación moderna y flexible en materia de tratamiento de datos personales, consistente con los compromisos internacionales adquiridos con su incorporación a la OCDE; (c) incrementar los estándares legales para que el país cuente con niveles adecuados de protección y seguridad, promoviendo el desarrollo de la economía digital y favoreciendo la expansión del mercado de los servicios globales; (d) definir nuevos estándares para el tratamiento de los datos personales por los órganos públicos; y (e) contar con una autoridad de control de carácter técnico y una institucionalidad pública que asuma los desafíos regulatorios y de fiscalización.

El proyecto de ley se encuentra en su primer trámite constitucional en el Senado. Fue aprobado en general y por la unanimidad de sus integrantes, por la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia y, actualmente, se encuentra en su discusión en parti-

⁶ El Régimen de Inversión es un texto elaborado por la Superintendencia de Pensiones que complementa las disposiciones del Decreto Ley 3.500 de 1980 que regula las inversiones de los Fondos de Pensiones.

cular. Durante la actual legislatura se espera concluir exitosamente el primer trámite constitucional.

3.2. POLÍTICA DE DEUDA Y MANEJO DE ACTIVOS FINANCIEROS

3.2.1. Manejo de Deuda

En los últimos años, la política de endeudamiento del Fisco, definida por el Ministerio de Hacienda, ha estado guiada principalmente por dos objetivos: la necesidad fundamental de allegar recursos para financiar las necesidades del presupuesto fiscal y la generación de referencias de precio para el endeudamiento de las empresas en el mercado financiero local y externo.

En relación al primer objetivo, la estrategia definida por el Ministerio de Hacienda ha sido recurrir a los mercados de deuda para financiar déficits en periodos normales de caída de los ingresos fiscales; es decir, cuando el acceso al crédito en los mercados globales permanece abierto y con tasas de interés relativamente bajas. Por el contrario, en episodios de crisis como los ocurridos durante la crisis financiera internacional de 2008-2009, cuando el acceso a los mercados de crédito se cierra o se encarece significativamente para las economías emergentes en particular, lo óptimo es usar los recursos ahorrados en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES). De esta forma, el FEES constituye un auto seguro que permite cubrir el financiamiento del gasto fiscal en períodos de crisis.

Respecto del segundo objetivo, el Fisco a través de sus emisiones de deuda pública establece curvas de rendimiento que son la base sobre la cual las empresas y otros agentes pueden fijar las tasas de interés para su endeudamiento. Así, dichas curvas de referencia son esenciales para permitir a las

empresas locales acceder al crédito en condiciones competitivas.

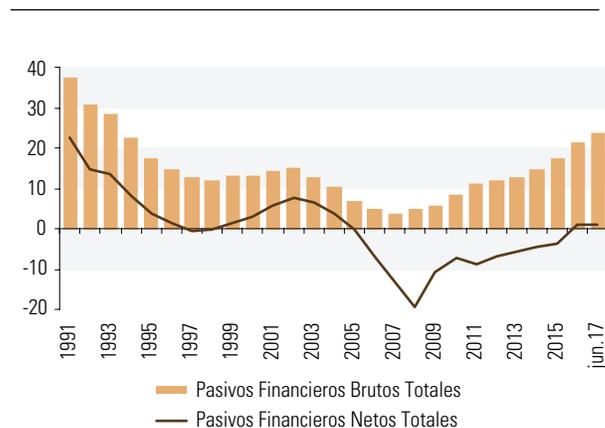
Adicionalmente, y en línea con lo anterior, durante los últimos años se ha logrado atraer a nuevos actores al mercado de renta fija local, en particular inversionistas extranjeros. La participación de estos nuevos inversionistas generará un aumento de la liquidez y profundidad del mercado de deuda, permitiendo mejorar las condiciones de financiamiento para las empresas locales.

a. Evolución de la Deuda Bruta y Neta

El stock de deuda bruta del Gobierno Central ha aumentado progresivamente entre 2003 y junio de 2017. Así, mientras en el año 2003 la deuda bruta representaba 12,7% del PIB, a junio de 2017 alcanzaba 23,8% del PIB. No obstante, si se consideran los activos financieros mantenidos por el Fisco, la deuda neta a junio de 2017 alcanza un posición deudora de 1,2% del PIB, lo que refleja la sanidad de las cuentas fiscales de Chile (Gráfico 3.3).

GRÁFICO 3.3

Evolución Deuda Bruta y Neta del Gobierno Central
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

b. Medidas para Mejorar la Liquidez e Integración Financiera

Desde 2015, el Ministerio de Hacienda ha implementado medidas tendientes a mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija local, entendiendo como tal la posibilidad de que un inversionista pueda liquidar fácilmente un monto significativo de un instrumento en relación al monto emitido de éste, sin que ello impacte significativamente su precio. Así, se realizaron distintos cambios en la modalidad de colocación, entre ellos se adecuó el período para la liquidación de una determinada colocación para acercarlo a estándares internacionales y concentrar el monto total de cada bono en una sola subasta, en lugar de la práctica habitual de colocar un bono por montos pequeños en múltiples subastas. De esta forma, se permitió crear bonos líquidos desde la primera subasta, los cuales resultan atractivos desde el comienzo para los inversionistas.

En 2016, estas medidas fueron complementadas con un programa de intercambio de deuda en el mercado local, el cual consistió en un ordenamiento de las curvas de rendimiento local, tanto en UF como en pesos. Para este ordenamiento se realizó el intercambio de aquellos bonos cuyo monto emitido y liquidez eran relativamente bajos, los cuales se reemplazaron mediante una oferta de intercambio por reapertura de bonos existentes, cuyo monto de emisión y liquidez es relativamente mayor. De esta forma y hasta la actualidad, este plan ha permitido establecer cuatro puntos de referencia líquidos en las curvas de rendimiento en UF y pesos.

Específicamente, para la curva denominada en UF se concentraron los vencimientos en los años 2021, 2026, 2035 y 2044; en tanto, para la curva denominada en pesos los vencimientos se concentraron en los años 2021, 2026, 2035 y 2043.

Siguiendo esta estrategia, durante 2017, se decidió aumentar el tamaño de los puntos de referencia ya fijados en UF y pesos a través de reaperturas, con excepción de aquellos con vencimiento en 2026, que ya poseían un stock suficiente para establecer tasas de interés de referencia líquidas y profundas. Así, utilizando la autorización contemplada en la ley que permite la capitalización de Codelco, se emitió un bono por un monto de un billón de pesos⁷. Asimismo, en virtud de la Ley de Presupuestos 2017 que estableció un margen de endeudamiento de hasta US\$ 11.500 millones, se planificó un calendario de emisión en moneda local, tanto en la curva en UF como en la curva en pesos, equivalente en su conjunto a un monto aproximado de US\$ 9.000 millones (Cuadro 3.3 y Gráfico 3.4).

Como resultado del plan desarrollado desde 2015, para finales de 2017 se proyecta que tanto las curvas

CUADRO 3.3

Montos de Colocaciones de Bonos en Pesos y UF

Instrumento	Monto colocado
	Millones de pesos
BTP 2021	2.330.000
BTP 2035	1.160.000
BTP 2043	1.160.000
	Miles de UF
BTU 2021	32.350
BTU 2035	30.000
BTU 2044	25.000

Nota: BTP: Bono de la Tesorería denominado en Pesos. BTU: Bono de la Tesorería denominado en UF.

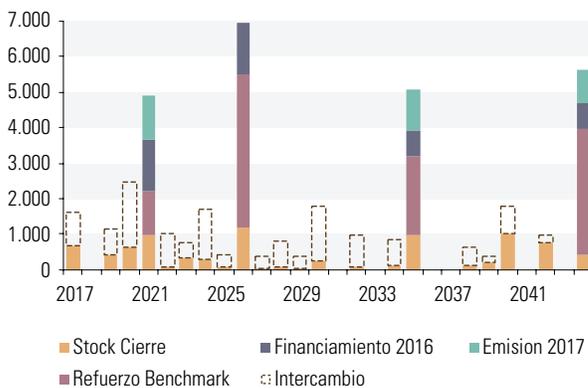
Fuente: Ministerio de Hacienda

7 \$ 1.000.000 millones de pesos.

en UF como en pesos presenten un perfil de amortización robusto en los puntos de referencia, con montos mínimos de US\$ 5.000 millones por bono en el caso de la curva en UF y de US\$ 4.500 millones en el caso de la curva en pesos (Gráfico 3.4 y 3.5).

GRÁFICO 3.4

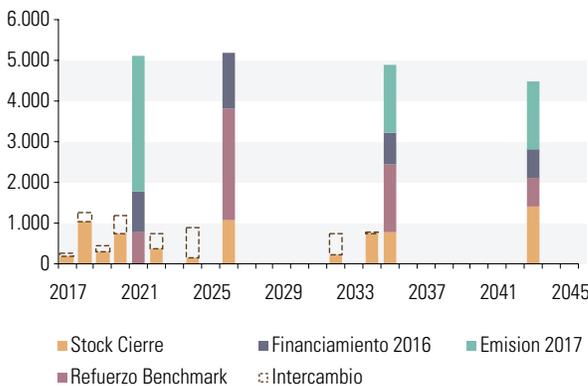
Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en UF, luego del Programa de Intercambio (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

GRÁFICO 3.5

Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en Pesos (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

c. Bonos “Euroclearables” y Colocación Vía Construcción de Libro

Una de las modificaciones aprobadas en la Ley N° 20.956 de octubre de 2016, que estableció medidas para impulsar la productividad, permitió simplificar la mecánica de la recaudación de impuesto a los intereses devengados para los instrumentos de renta fija local. Como consecuencia de lo anterior, los instrumentos de renta fija chilenos, en especial los de Tesorería y Banco Central, pudieron ser transados dentro de las plataformas de los custodios internacionales, entre ellos *Euroclear*. Esto constituyó un importante paso para que más inversionistas extranjeros participaran en el mercado de renta fija local.

Liderando esta innovación en el mercado y consistente con su estrategia de atraer nuevos actores al mercado de renta fija local para aumentar su competencia y liquidez, el Ministerio de Hacienda realizó dos emisiones durante 2017 bajo la modalidad de construcción de libro (*book-building*), la cual constituye el estándar más común bajo el cual actúan los inversionistas institucionales internacionales en colocaciones de bonos. Mediante este procedimiento, se construye un libro de órdenes con ofertas locales y del extranjero de manera simultánea, asignando una tasa única para todos los inversores que compiten por la colocación. Además, en el caso de los inversionistas internacionales, el bono se deposita, transfiere y liquida directamente en la plataforma “*Euroclear*”, uno de los principales custodios internacionales a nivel mundial.

Como ya se mencionó, la primera colocación de este tipo se realizó el 18 de enero de 2017, mediante la colocación de un bono de la Tesorería en pesos con vencimiento en 2021 por un total de \$ 1.000.000 millones, en el marco de la autorización de endeudamiento para financiar la capitalización de Codelco. En dicha oportunidad la demanda total fue de 2,1 veces el

monto ofertado y la tasa de adjudicación fue de 3,8%. De manera inédita los inversores extranjeros pudieron participar de forma directa en la operación, lo que permitió que 29 cuentas internacionales fueran parte del proceso, adjudicándose un 22% del total colocado.

Posteriormente, en junio de 2017, se repitió la misma modalidad con la colocación de dos bonos en pesos, con vencimiento en los años 2021 (BTP-2021) y 2035 (BTP-2035), por un monto aproximado del equivalente en pesos a US\$ 2.000 millones. Esta operación formó parte de los US\$ 9.000 millones planificados para la colocación en moneda local dentro de los límites establecido por la Ley de Presupuestos de 2017. El remanente se programó mediante la modalidad tradicional de subasta a través del Banco Central. En la colocación por construcción de libro, los montos ofertados fueron de \$ 675.000 millones y \$ 660.000 millones para el BTP-2021 y BTP-2035, respectivamente, con ratios de demanda sobre la oferta de 2,4 y 1,7 veces. La tasa de adjudicación fue de 3,6% para el BTP-2021, y de 4,6% para el BTP-2035. Al igual que en la operación realizada en enero, los inversores extranjeros pudieron participar de forma directa en la operación y simultáneamente con los inversionistas locales, adjudicándose un 21% del total ofrecido.

d. Colocaciones en Moneda Extranjera en los Mercados Internacionales

El Gobierno continuó con su programa de emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales, actividad clave para mantener tasas de referencia para las empresas chilenas que acceden a financiamiento mediante el endeudamiento externo.

De esta forma, en línea con el margen de endeudamiento autorizado por el Congreso en la Ley de Presupuesto 2017, el Gobierno concretó la colocación de bonos soberanos en euros y dólares en los mercados

internacionales por un total de US\$ 2.300 millones. En el caso de los bonos en euros, el 13 de junio de 2017 se emitió un monto total de € 700 millones (equivalente a US\$ 757 millones), mediante la reapertura del bono con vencimiento en el año 2030 a una tasa de 1,534%; es decir, un *spread* de 50 puntos base sobre la tasa *mid swap* en euro correspondiente al plazo del bono (tasa de referencia utilizada en el mercado de bonos en euros). En dicha oportunidad se logró una alta demanda, alcanzando 2,6 veces el monto ofertado.

En una segunda operación, el mismo día 13 de junio se concretó una emisión de bonos en dólares a 30 años plazo por un monto de US\$ 1.541 millones. Esta operación incluyó una porción emitida para recompra, de deuda ya emitida en años anteriores, por un monto aproximado de US\$ 293 millones. La tasa obtenida fue de 3,869%, equivalente a un *spread* de 100 puntos base sobre la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo. Al igual que en el caso de Europa, se observó un alto interés por el papel, con una demanda que representó 5,5 veces la cantidad ofertada.

3.2.2. Manejo de Activos

Chile cuenta con dos fondos soberanos, el FEES y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)⁸.

Los recursos del FEES pueden ser usados para financiar al Gobierno en períodos en que los ingresos caen por causa del ciclo o bajos precios del cobre. Por otra parte, el FRP acumula recursos para solventar el gasto futuro que deba realizar el Gobierno como responsable del pilar solidario del sistema de pensiones.

8 La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) establece que el FRP debe recibir anualmente los superávits fiscales que se generen el año previo, con un aporte mínimo de 0,2% del PIB y un máximo de 0,5% del PIB. Por su parte, el FEES recibe el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP, descontando cuando corresponda, las amortizaciones de deuda pública.

Ambos fondos son administrados bajo una institucionalidad que tiene por objetivo asegurar un marco adecuado de gestión. El Ministro de Hacienda representa al Fisco en la administración de estos recursos y fija las políticas de inversión, mientras que el Banco Central y administradores externos privados seleccionados mediante licitaciones competitivas ejecutan las operaciones financieras. Para asesorar al Ministerio de Hacienda en la política de inversión de los fondos, existe un grupo externo compuesto por profesionales independientes de amplia trayectoria en los ámbitos económico y financiero, denominado Comité Financiero⁹.

El objetivo de la política de inversión del FEES es maximizar el valor acumulado del fondo, sujeto a un bajo nivel de riesgo y una liquidez adecuada que permita disponer de los recursos en forma oportuna cuando sea necesario. En el caso del FRP, el objetivo de la política de inversión es maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo máxima definida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra pérdidas anuales superiores al 10% de su valor en dólares.

Desde su inicio y hasta el cierre estadístico de este informe, el FEES ha recibido aportes por US\$ 21.766 millones y se han efectuado retiros por US\$ 10.853 millones. Del total de retiros efectuados, US\$ 9.278 millones fueron usados para financiar el plan de estímulo fiscal y déficit fiscal del país del año 2009 y US\$ 1.575 millones se han usado para financiar los aportes requeridos por ley al FRP en los años 2010 y de 2014 a 2016.

Desde su inicio el FRP ha recibido aportes por US\$ 8.372 millones y, no se han efectuado retiros del fondo. Se espera realizar el primer retiro en septiembre de 2017

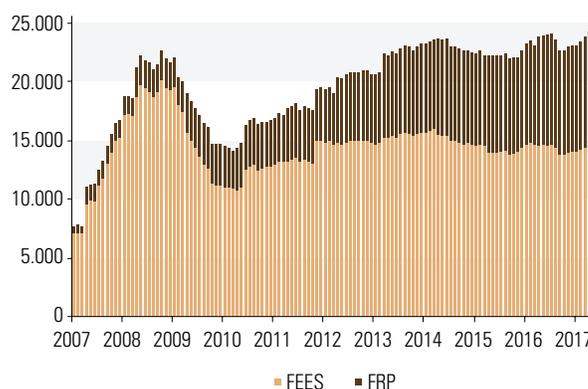
por US\$ 314 millones. Con ello, a julio de 2017 el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzaba US\$ 24.663 millones, de los cuales US\$ 14.608 millones correspondían al FEES y US\$ 10.055 millones al FRP (Gráfico 3.6).

Desde su creación y hasta fines de julio de 2017, las inversiones del FEES y del FRP habían generado ganancias netas por US\$ 3.695 y US\$ 1.684 millones, respectivamente. Lo anterior se ha traducido en rentabilidades anualizadas en dólares desde el inicio de 2,69% para el FEES y 3,76% para el FRP, y de 4,54% y 5,61%, respectivamente, cuando se miden en moneda nacional (Cuadro 3.4).

La actual política de inversión del FEES, implementada a partir de agosto de 2013, sigue un mandato pasivo que establece que se debe invertir un 92,5% del fondo en instrumentos de renta fija soberanos y un 7,5% en acciones. A su vez, se determina una composición de monedas para el portafolio de renta fija consistente en 40% en dólares, 25% en euros, 20% en yenes y 7,5% en francos suizos; monedas de reserva contra las cuales típicamente el peso se deprecia en los momentos

GRÁFICO 3.6

Evolución de los Fondos Soberanos
(US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

9 Para más detalles ver <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>

en que podrían necesitarse recursos del fondo. En el caso del FRP, la política de inversión implementada a comienzos de 2012 establece que la cartera debe estar compuesta por 48% de bonos soberanos, 17% de bonos soberanos indexados a la inflación, 15% de acciones y 20% de bonos corporativos. En contraste con el FEES, el FRP tiene una exposición global a monedas, la que está dada por la composición de los respectivos comparadores referenciales. Las principales exposiciones son a dólares, euros, yenes, libras esterlinas y dólares canadienses y australianos.

Teniendo en cuenta el tiempo transcurrido desde la definición e implementación de la actual política de inversión del FRP, el Ministerio de Hacienda ha considerado de relevancia actualizarla. Para ello, luego de un proceso de selección internacional competitivo con 11 participantes y de la recomendación del Comité Financiero, se contrató durante 2016 a la consultora *Mercer Investment Consulting* (Mercer). El estudio realizado por Mercer consideró distintas etapas,

entre las que destacan tres presentaciones al Comité Financiero.

La consultoría aportó una comparación internacional de las principales características de las políticas de inversión de fondos comparables al FRP, una revisión general del marco teórico utilizado en el modelo de asignación de activos, propuestas acerca de cómo podría definirse el objetivo de inversión para el fondo y recomendaciones acerca de distintas combinaciones de clases de activo que permitirían lograr dichos objetivos.

El informe con las conclusiones finales fue presentado por Mercer al Comité Financiero a comienzos de junio de este año. Posteriormente, sobre la base de las recomendaciones del Comité, el Ministro de Hacienda decidirá la pertinencia de una modificación a la actual política de inversión del FRP, de manera de asegurar su consistencia con el objetivo del fondo y su sustentabilidad en el tiempo.

CUADRO 3.4

Rentabilidades de Fondos Soberanos (Porcentaje)

En dólares		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Anual	FEES	8,98	7,65	2,47	1,83	3,41	1,02	-1,25	-1,67	-1,78	1,74	6,06
	FRP	8,86	7,62	2,28	1,81	3,41	4,87	1,02	1,75	-3,62	3,76	7,69
Desde el inicio (anualizada)	FEES	8,98	9,56	6,93	5,54	5,09	4,37	3,52	2,83	2,30	2,24	2,69
	FRP	8,86	9,47	6,79	5,44	5,01	4,99	4,39	4,05	3,14	3,20	3,76
En pesos												
Anual	FEES	0,91	34,53	-17,03	-5,68	14,75	-7,20	8,18	14,29	14,68	-3,92	3,70
	FRP	0,78	34,50	-17,22	-5,71	14,75	-3,34	10,46	17,71	12,84	-1,90	5,34
Desde el inicio (anualizada)	FEES	0,91	18,75	4,66	1,85	4,38	2,31	3,08	4,38	5,44	4,45	4,54
	FRP	0,78	18,66	4,53	1,75	4,30	2,93	3,96	5,59	6,29	5,41	5,61

Nota: Para 2017 se calcula a partir del 31 de marzo de ese año. Rentabilidad acumulada hasta el 31 de julio para 2017.

Fuente: Ministerio de Hacienda

RECUADRO 3.1**Normativa de los Medios de Pago**

Entre los objetivos prioritarios de este Gobierno en el ámbito financiero, han estado la inclusión financiera de los sectores más vulnerables de la población y la promoción de la competencia en los medios de pagos minoristas. Un avance fundamental en la consecución de ambos objetivos fue la promulgación en 2016 de la Ley N° 20.950, que autoriza la emisión y operación de medios de pago con provisión de fondos por parte de entidades no bancarias. Se trata de medios de pago que permiten almacenar fondos ya sea en tarjetas, cuentas de internet, teléfonos móviles o cualquier otro medio de soporte.

En virtud de dicha norma, aquellas entidades no bancarias que quieran ingresar a este mercado deben constituirse como sociedades anónimas de giro exclusivo, sujetándose a las reglas que rigen a las sociedades anónimas abiertas. A su vez, las Cooperativas de Ahorro y Crédito, las Cajas de Compensación y Metro S.A. fueron autorizados expresamente a emitir y operar medios de prepago. Todas estas entidades estarán sometidas a la normativa dictada por el Banco Central y serán fiscalizados por la SBIF.

Con la entrada de nuevos agentes al mercado de medios de pago, se espera que bajen los cargos a los usuarios de estos servicios, y que se desarrolle una oferta de productos que sirva a diversos segmentos de la población. De esta manera, se busca que la tarjeta Bip! comience a servir no sólo como un medio de pago en el sistema de transporte público, sino también en distintos locales comerciales para la adquisición de bienes o servicios. También aparece viable que estas tarjetas de prepago puedan ser utilizadas por usuarios que hoy no acceden a los servicios financieros, como instrumento para depositar su sueldo o sus beneficios sociales.

La ley autorizó a las sociedades de apoyo al giro bancario a prestar servicios de operación a emisores u operadores de medios de prepago no bancarios, exigiendo que dicho servicio sea brindado en condiciones objetivas y no discriminatorias. Es importante considerar que en la actualidad la provisión de los medios tecnológicos y servicios necesarios para la utilización de tarjetas de crédito y débito en los comercios es desarrollada principalmente por los bancos, mediante sociedades de apoyo al giro bancario. Así, esta norma acota un eventual uso de dicha infraestructura para obstaculizar el ingreso de tarjetas de prepago no bancarias como forma de pago en los comercios.

A raíz de la entrada en vigencia de esta ley, que entrega al Banco Central la potestad para la dictación de la normativa que regula estos nuevos medios de pagos, el instituto emisor decidió reformular los capítulos de su compendio de normas financieras que dicen relación con los medios de pago. Así, en junio de este año, el Banco Central publicó la nueva normativa que regirá la emisión y operación de las tarjetas de crédito y prepago bancarias y no bancarias, así como la emisión y operación de las tarjetas de débito bancarias.

En materia de emisión de tarjetas de pago, la nueva normativa buscó eliminar las asimetrías regulatorias que existían con anterioridad a su dictación, sistematizando la regulación sobre emisión de tarjetas de pago en un solo capítulo y regulando por separado los aspectos específicos de dicha actividad que dependen de cada tipo de tarjeta. Asimismo, la normativa introdujo un marco regulatorio para la emisión de tarjetas de prepago por parte de entidades no bancarias. En concreto, les estableció requerimientos mínimos de capital; una reserva de liquidez que actúe como un complemento de las restricciones incorporadas en la nueva ley, de modo de asegurar que los emisores cuenten con los recursos suficientes para cubrir sus obligaciones inmediatas; limitaciones en relación con los instrumentos en que pueden ser invertidos los recursos captados; requisitos y contenidos mínimos que deberán reunir las políticas de control y gestión de riesgo de estos emisores, las cuales deberán ocuparse en especial de los riesgos de liquidez, operacionales, tecnológicos y de fraude; entre otras exigencias.

Por su parte, en relación a la operación de medios de pago, la normativa acota de mejor manera cuál es la actividad regulada¹⁰, acercándola al concepto de adquirencia y distinguiéndola de otras actividades tales como la de proveedor de redes, procesador adquirente y procesador emisor. De hecho, la norma sobre operadores excluye explícitamente de su aplicación a los denominados Proveedores de Servicios para Procesamiento de Pagos (PSP), quienes prestan a emisores u operadores servicios tales como la autorización y registro de transacciones, y la provisión de terminales de punto de venta o de canales informáticos que permiten la captura y comunicación de operaciones de pago.

En línea con lo anterior, la nueva normativa perfeccionó los requisitos que deben cumplir los operadores. Por ejemplo, se les exige tener como objeto exclusivo la operación de tarjetas y se les exigen nuevos requerimientos de capital destinados principalmente a prevenir el riesgo operacional; además de una nueva reserva de liquidez.

Mirado desde la estructura de mercado, esta nueva normativa permite el tránsito desde un modelo de tres partes, en el que la emisión y la adquirencia es desarrollada por un único actor, hacia uno de cuatro partes en el que interactúan tarjetahabientes, comercios, emisores y adquirentes, donde dichas actividades están separadas. Si bien el sistema local siempre ha estado formalmente estructurado como uno de cuatro partes, dicho modelo no ha operado en la práctica, toda vez que la actividad de adquirencia ha sido desarrollada por un único actor integrado verticalmente con los bancos emisores de tarjetas¹¹.

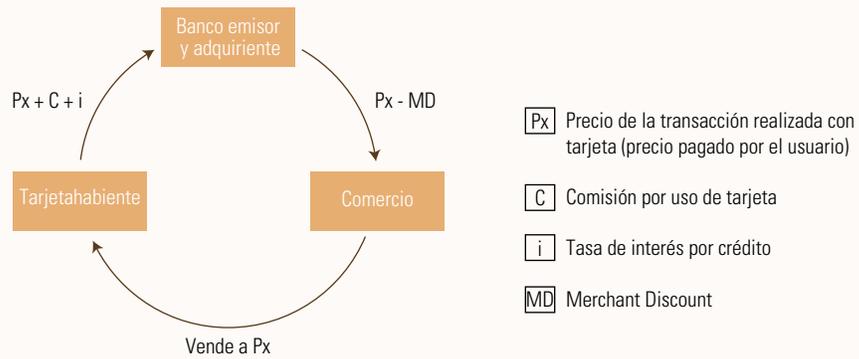
10 El Capítulo III.J.2 establece que una empresa operadora corresponde a “la persona jurídica que realiza la liquidación y/o el pago de las prestaciones que se adeuden a las entidades afiliadas por concepto de la utilización de las Tarjetas”.

11 El desarrollo de esta estructura se veía facilitado, además, por la normativa anterior que entendía a los operadores como empresas que, en virtud de un contrato con un emisor, le prestaban, a dicho emisor, diversos servicios de administración relacionados con el funcionamiento de sus tarjetas.

En dicho contexto, la circular 3013-788 del Banco Central, emitida en junio de este año, estableció las bases normativas para que la actividad de operación sea desarrollada sin tener un vínculo contractual con los emisores del respectivo medio de pago, siempre que los operadores asuman directamente la responsabilidad de pago frente a las entidades afiliadas. De este modo, al terminar con la vinculación que existía hasta la fecha entre entidades emisoras y adquirentes, la modificación normativa reconoce en términos explícitos el desarrollo de la industria como un sistema de cuatro partes. Este cambio favorecerá el ingreso de nuevos actores en la adquirencia, fortaleciendo la competencia en este segmento (Figuras 3.3 y 3.4).

FIGURA 3.3

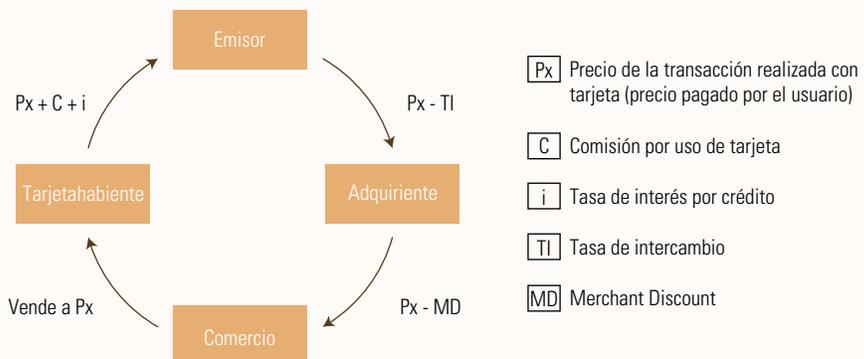
Esquema de Tres Partes y Traspaso de Fondos



Fuente: Butelman Consultores

FIGURA 3.4

Esquema de Cuatro Partes y Traspaso de Fondos



Fuente: Butelman Consultores

RECUADRO 3.2

Agenda Integración Financiera Alianza del Pacífico

Durante la presidencia pro-tempore de Chile, el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico logró una serie de avances relevantes en pos de una mayor integración financiera de los cuatro países. Dicha integración tiene por objetivos ampliar las oportunidades de ahorro para empresas, personas y fondos de pensiones; introducir una mayor competencia en la oferta de productos financieros; y permitir a las empresas acceder a un mayor número de inversionistas para financiar sus operaciones y proyectos de expansión.

En el ámbito de los inversionistas institucionales se cerraron las negociaciones para la suscripción de un acuerdo multilateral que homologa el tratamiento tributario de los ingresos obtenidos por los fondos de pensiones reconocidos de los países de la Alianza del Pacífico. Por su parte, se firmó un memorando de entendimiento entre la mexicana Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar) y la Superintendencia Financiera de Colombia que potenciará la inversión de fondos de pensiones mexicanos en Colombia. Asimismo, el Banco Central de Reserva del Perú amplió el límite de inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior. Finalmente, el Banco Central de Chile emitió una norma que permite ampliar el conjunto de mercados financieros elegibles para la inversión directa de las AFPs. Este conjunto de medidas y acuerdos facilitarán la participación de los fondos de pensiones en los mercados de capitales de la Alianza, mejorando los retornos al ahorro de los trabajadores de los cuatro países y facilitando la inversión y el crecimiento.

En el ámbito de los Fondos de Inversión abiertos o fondos mutuos, las Superintendencias Financieras acordaron un Memorando de Intenciones que detallará el proceso de implementación de un pasaporte de fondos para los países de la Alianza. Dicho pasaporte, basados en experiencias ambiciosas de integración financiera entre Australia, Nueva Zelandia, Corea y Singapur, permitirá a gestores de fondos chilenos ofertar sus instrumentos en los restantes países de la Alianza.

Finalmente, cabe destacar el lanzamiento de un programa piloto con la banca privada para implementar boletas de garantías endosables entre los países de la Alianza, programa que comenzará con una iniciativa piloto entre Perú y Chile y que debiese generar beneficios tangibles a los exportadores de servicios de ambos países al reducir el costo de dichas garantías.