

— CAPÍTULO 02 —

MERCADOS
FINANCIEROS



Los mercados financieros cumplen un papel preponderante en el crecimiento económico y el bienestar de las personas. La creciente interconexión global de la industria financiera y el rápido desarrollo de sofisticados productos y servicios exigen una constante actualización de los marcos regulatorios, una apropiada coordinación para velar por la estabilidad financiera y políticas públicas que se hagan cargo de los desafíos y promuevan áreas más rezagadas.

En Chile, el mercado de capitales se ha desarrollado y madurado a lo largo de los años, permitiendo una mayor profundidad, amplia liquidez y acceso de más empresas y personas a un financiamiento a bajos costos. También ha sido resiliente ante diversos eventos y episodios de turbulencia. Sin embargo, pese a la solidez y sofisticación que ha alcanzado esta industria, aún hay espacios de perfeccionamiento y brechas que cerrar respecto de las mejores prácticas globales, especialmente en el ámbito de regulación y supervisión, acceso al financiamiento e inclusión financiera.

En este ámbito, el Gobierno ha tramitado con éxito dos importantes leyes que apuntan a un mejoramiento de nuestros mercados financieros, ambas en proceso de promulgación. En agosto de este año, el Congreso despachó la ley que busca masificar los medios de prepago electrónicos para realizar todo tipo de transacciones, lo que constituye un paso clave en la modernización de este sistema y en la inclusión financiera al integrar a nuevos actores sociales. También en agosto se despachó la ley que establece un conjunto de medidas para impulsar la productividad, que incluye una serie de disposiciones orientadas a profundizar y dar más liquidez a los mercados financieros.

En el Congreso también está en su última etapa de tramitación el proyecto de ley que fortalece la Superintendencia de Valores y Seguros, debate en cuyo

marco también se ha propuesto la creación de un nuevo organismo colegiado denominado Comité de Mercados Financieros. Junto con lo anterior e inspirado en las mejores prácticas internacionales en la materia, el Gobierno ha concretado una serie de definiciones en torno a la reforma de la Ley General de Bancos (LGB). Ambas iniciativas son de gran relevancia para cautelar el buen funcionamiento de los mercados financieros y velar por su estabilidad.

2.1. LEY DE MEDIOS DE PREPAGO

La ley, que autoriza a entidades no bancarias a emitir medios de pago con provisión de fondos, tiene como objetivo modernizar el sistema de pagos y estimular la inclusión financiera, permitiendo transacciones más seguras y a menor costo. La evidencia internacional muestra que los sistemas de prepago han tenido un fuerte crecimiento y han resultado ser muy eficaces para incorporar al sistema financiero a sectores más vulnerables y con poca presencia bancaria¹. En Estados Unidos, por ejemplo, se observa que el uso de tarjetas de prepago se concentra principalmente en los sectores de menores ingresos (Cuadro 2.1).

Dados los avances tecnológicos y las ventajas que ofrecen las tarjetas de prepago, que Chile pueda desarrollar masivamente este tipo de productos financieros contribuirá decisivamente a sumar de manera más efectiva a aquellos sectores cuya inclusión financiera está aún pendiente. En particular, esto les permitirá acceder a medios de pago más modernos y seguros para sus transacciones.

¹ Wilshusen, S., R. Hunt, J. Van Opstal y R. Schneider (2012). "Consumers' Use of Prepaid Cards: A Transaction-Based Analysis", Discussion paper, Payment Cards Center, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

CUADRO 2.1

Distribución de Tarjetas de Prepago por Nivel de Ingreso en Estados Unidos, 2014
(US\$ miles por año)

Rango de ingreso anual	Tarjetahabientes
<20	23,5%
20–34,9	18,3%
35–49,9	10,5%
50–74,9	19,5%
75–99,9	10,0%
100–124,9	5,5%
125–149,9	4,6%
150–199,9	4,0%
>200	4,1%
Total	100,0%

Fuente: Herbst-Murphy, S. y G. Weed (2014). "Millennials with Money: A New Look at Who Uses GPR Prepaid Cards", Discussion Paper, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Aunque los bancos están autorizados a emitir y operar medios de prepago, este mercado no ha mostrado mayor desarrollo. Esto contrasta con la situación en países desarrollados e incluso otras economías de la región, como Brasil y Colombia, donde el uso de medios de prepago se ha masificado para distintos tipos de transacciones y para el pago de beneficios sociales. En este último caso, en ambos países menos de 10% de los beneficios sociales se paga en forma presencial, lo que contrasta con el 95% en el caso de Chile².

La nueva ley autoriza a entidades no bancarias a emitir medios de pago con provisión de fondos (prepago). Se trata de instrumentos que permiten almacenar fondos en forma previa en tarjetas, cuentas de internet o teléfonos móviles, y que tienen la caracte-

rística de ser abiertos y multipropósito. Al igual que en el desarrollo de cualquier producto financiero, en especial si hay captación de recursos del público, la ley vela por una adecuada regulación y fiscalización de manera de proteger los dineros de los depositantes, evitando riesgos sistémicos y maximizando las posibilidades de ingreso de nuevos actores al mercado. Para lograr estos objetivos, se establece un adecuado marco regulatorio general, entregando facultades de fiscalización a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), junto con la autorización expresa a ciertas instituciones supervisadas por este organismo.

Las entidades no bancarias que emitan y operen estos medios de prepago deberán constituirse como sociedades anónimas de giro exclusivo y se sujetarán a las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas abiertas. Estarán sometidas a la fiscalización de la SBIF y serán reguladas por el Banco Central de Chile, que establecerá exigencias de capital pagado, reservas mínimas, liquidez, gestión y control de riesgos, entre otras.

Para velar por los dineros depositados en estas entidades, la ley exige que los accionistas fundadores de las sociedades emisoras cumplan con requisitos de integridad. También obliga a que los fondos captados estén en todo momento separados del patrimonio de la empresa, sean inembargables, no devenguen reajustes ni intereses, y sean mantenidos en caja o invertidos en instrumentos financieros autorizados al efecto por el Banco Central, excluyendo aquéllos emitidos por entidades relacionadas. Además los emisores deberán reportar operaciones sospechosas a la Unidad de Análisis Financiero.

Respecto de la fiscalización, la ley establece las disposiciones de la Ley General de Bancos que les serán aplicables. En caso de que alguna de estas empresas

2 Informe Inclusión Financiera y Medios de Pago Electrónicos, preparado por la Mesa de Trabajo integrada por los Ministerios de Desarrollo Social, Economía, Hacienda, y Transporte y Telecomunicaciones, en el marco de la Agenda de Impulso Competitivo. Abril 2013.

infrinja las normas legales o aquéllas dictadas por el Banco Central, con irregularidades graves en su administración que pongan en riesgo la integridad de la cadena de pagos o los fondos del público, o que hayan incurrido en infracciones o multas reiteradas, se establece un régimen simplificado de intervención. Éste permite a la SBIF suspender las operaciones o revocar la autorización de existencia, y así cautelar los fondos depositados, con un informe previo favorable del Banco Central en los casos más graves.

Por otra parte, la ley permite expresamente a las sociedades de apoyo al giro bancario a prestar servicios de operación a todos los emisores y operadores no bancarios, en condiciones objetivas y no discriminatorias. Estas empresas podrán utilizar medios tecnológicos, electrónicos o cualquier otro que resulte apto para la aceptación de forma expresa por parte del comercio de las condiciones de contratación.

La ley autoriza a las Cooperativas de Ahorro y Crédito que se encuentren fiscalizadas por la SBIF a emitir y operar estos medios de pago directamente, tanto para sus socios como para terceros. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito de menor tamaño y las Cajas de Compensación deberán constituir una filial para poder operar este tipo de instrumentos financieros.

Como una forma de potenciar la inclusión financiera, en especial de los más vulnerables, se autoriza a Metro S.A. a participar de este mercado constituyendo filiales o coligadas. Esto abre nuevas posibilidades al uso actual de las cerca de cinco millones de tarjetas **bip!** en circulación, con 5,5 millones de transacciones diarias y cuyo volumen de cargas anuales es de \$ 550.000 millones. El 63% de los tarjetahabientes **bip!** pertenece a los grupos socioeconómicos C3 y D, en los que un porcentaje mayoritario se encuentra fuera del sistema financiero y no cuenta con acceso a medios de pago distintos al dinero.

Para velar por la adecuada competencia en la industria, la ley establece una serie de resguardos para la participación de Metro S.A, entre ellos, que las tarjetas de prepago de otros emisores podrán ser utilizadas como medio de acceso al sistema de transporte público metropolitano y que Metro podrá convenir la prestación recíproca de los servicios de recaudación y carga de fondos con las entidades no bancarias emisoras. Para la provisión de éstos, y de cualquier otro servicio propio del giro, Metro S.A. deberá establecer condiciones de contratación objetivas, competitivas y transparentes, en una propuesta general de contratación que observe lo establecido por el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones sobre la materia y cuente con la aprobación previa del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

2.2. LEY CON MEDIDAS PARA IMPULSAR LA PRODUCTIVIDAD

En el contexto del Año de la Productividad, en marzo de este año el Gobierno anunció un conjunto de 22 medidas destinadas a impulsarla y promover la diversificación de la economía, parte de las cuales se plasmaron en una ley despachada por el Congreso en agosto y en proceso de promulgación. Entre otras materias, la nueva legislación contiene normas que apuntan a mejorar las condiciones de financiamiento de las empresas al aumentar la profundidad y liquidez de los instrumentos de renta fija local y potenciar el uso de facturas. También introdujo modificaciones al régimen de inversión de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros para permitirles invertir directamente en obras de infraestructura, mejorando así la relación riesgo-retorno de sus portafolios y de esta forma contribuir a elevar el monto de las pensiones en el futuro. Además, esto podría generar fuentes adicionales de financiamiento para la inversión en este tipo de proyectos.

2.2.1. Instalación de Custodios Internacionales en Chile

Los custodios internacionales son empresas financieras globales que proveen plataformas que permiten a los inversionistas extranjeros operar de forma segura y fácil con residentes y no residentes a través de cuentas en los depósitos centrales internacionales. Esto les evita tener que abrir cuentas en los países en que invierten y custodiar sus posiciones en depósitos de valores locales. Sin embargo, hasta ahora los depósitos centrales y custodios internacionales no se han instalado en Chile por problemas operativos.

Una de las medidas incluidas en la ley facilita el establecimiento de estos custodios en Chile, lo que simplificará las transacciones en el mercado de renta fija local, aumentando la participación de inversionistas extranjeros y contribuyendo a incrementar su liquidez y profundidad con el consiguiente abaratamiento de costos financieros. Para esto se introducen varias modificaciones a la Ley de Impuesto a la Renta. Entre ellas, que al momento del pago de cupones, el emisor será el encargado de retener el 4% sobre los intereses devengados por el instrumento en cuestión y de transferir dicha retención cinco días después al Servicio de Impuestos Internos (SII). Después de cada retención, los inversionistas no contribuyentes residentes tendrán derecho a una devolución, cuya gestión será realizada por el SII en un plazo aproximado de un mes. Aquellos residentes en Chile podrán abonar el 4% sobre los intereses devengados durante el período en que dichos instrumentos han estado en su propiedad, a los impuestos anuales que graven los respectivos intereses (Primera Categoría o Global Complementario, según corresponda), con derecho a solicitar la devolución del excedente que pudiese resultar de dicho abono.

2.2.2. Infraestructura de Pago en el Exterior

Con el objeto de propender a la integración e internacionalización financiera, se requiere avanzar en una nomenclatura homogénea que pueda ser aplicable a las infraestructuras o sistemas de pagos internacionales y que regule su interconexión con los sistemas constituidos en Chile. De este modo, se explicitan las condiciones de firmeza e irrevocabilidad de los pagos en las jurisdicciones en las cuales el sistema opere de forma integrada, lo que facilita las transacciones internacionales en moneda extranjera y la incorporación del peso chileno como elegible en los sistemas centralizados de liquidación de pagos en moneda extranjera. Ello contribuye a dar mayor seguridad a este tipo de operaciones y, eventualmente, a reducir los costos de las operaciones en monedas extranjeras que realicen los agentes nacionales.

Para esto, la nueva ley adecúa el artículo 35 de la Ley Orgánica del Banco Central de Chile, de forma de autorizarlo a regular los métodos de pagos conforme a los estándares internacionales, a reconocerlos en jurisdicciones que puedan ser consideradas equivalentes para estos efectos y también a regular la participación de entidades financieras locales en éstos.

Se consagra expresamente la aplicación del principio de firmeza e irrevocabilidad de las transacciones de pago (*finality*) a estos sistemas internacionales, sin afectar la base jurídica del sistema de pagos local y explicitando la aplicación de este principio a los regímenes de este tipo regulados o reconocidos por el Banco Central. Esto, en términos similares a los de la Ley N° 20.345, que rige los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

2.2.3. Constitución de Garantías y Custodia de Facturas

La ley considera varias medidas que buscan aumentar la liquidez de los papeles de renta fija locales y las facturas, con la consiguiente reducción del costo de financiamiento que esto implica para las empresas locales. Con estas disposiciones se busca, por una parte, la constitución y realización más expedita y eficaz de las garantías, dar certeza jurídica a las operaciones de retro compra/retro venta (Repo) y permitir expresamente que el Depósito Central de Valores (DCV) custodie facturas.

Modernizar la constitución de garantías sobre valores depositados en custodios busca acercar a Chile a las mejores prácticas internacionales en la materia y además remover trabas para el funcionamiento eficiente de este tipo de operaciones. Si bien la Ley N° 18.876 permite que los depositantes puedan constituir prenda sobre los valores depositados en custodios, se exige cumplir una serie de formalidades legales, incluyendo en ciertos casos el otorgamiento de escrituras públicas y notificación mediante notario público. Esto puede resultar extenso y engorroso, entorpeciendo la dinámica y celeridad de las operaciones financieras. La nueva ley se hace cargo de este problema, incorporando mecanismos eficaces, expeditos y seguros para la cesión de colaterales que garanticen las transacciones financieras de diversa índole.

Otra área que aborda la ley es el caso de las Repo en el mercado local, que pueden ampliar las fuentes de liquidez en el sistema financiero, contribuyendo a mejorar las condiciones crediticias para los agentes del mercado. No obstante, en Chile no se ha producido un gran desarrollo de este tipo de pactos debido, entre otros factores, a la insuficiencia del marco jurídico. Para enfrentar este problema, la nueva ley incluye un reconocimiento legal explícito a estas operaciones,

estableciendo que las transferencias de dominio de los valores o instrumentos financieros considerados tanto en la operación inicial de compra o venta, como respecto del cumplimiento del pacto de retro compra o retro venta asociado, se efectuarán a través de los mecanismos de transferencia contemplados en la Ley N° 18.876.

Un tercer tema se refiere a la venta de facturas por parte de las pequeñas y medianas empresas, que constituye una fuente de financiamiento muy importante para este segmento. Para darle mayor liquidez a estos instrumentos y de esta forma bajar el descuento que se aplica al momento de transarlas en el mercado, la ley autoriza al DCV a custodiar este tipo de instrumentos. Con ello se permitirá, entre otras cosas, que los fondos de pensiones y las compañías de seguros puedan comprar facturas, lo que incrementaría de manera sustantiva su liquidez.

2.2.4. Inversiones de las Compañías de Seguros

La nueva ley promueve una mayor diversificación y liquidez del portafolio de inversiones de las compañías de seguros, permitiendo que accedan a mayores retornos que se traducirán en mejores pensiones. Asimismo, se ampliarán las fuentes de financiamiento de los proyectos de inversión. Para esto, se modifica el régimen de inversiones en el exterior permitiendo ampliar el límite actual y, además, se posibilita que inviertan en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público. En ambos casos, se establecen mecanismos para mantener niveles adecuados de riesgo.

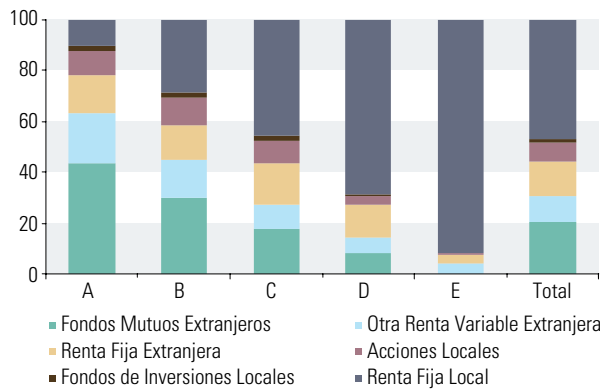
2.2.5. Inversiones de los Fondos de Pensiones

Los fondos de pensiones acumulan activos por aproximadamente US\$ 120.000 millones (64% del PIB en 2015). De estos, mantienen cerca de 40% en renta varia-

ble y 60% en renta fija, variando su localización en Chile versus el extranjero dependiendo del sub fondo que se considere (Gráfico 2.1). Dentro de la renta variable, los activos alternativos (capital privado, deuda privada, activos inmobiliarios y de infraestructura) representan un monto muy menor de los fondos de pensiones. A marzo de 2016, llegaban tan sólo a 2% del monto total.

GRÁFICO 2.1

Composición de Cartera de Activos de Fondos de Pensiones, año 2015 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Existe una importante demanda por activos que generen retornos suficientes y que cumplan con los requerimientos de exposición al riesgo establecidos por la normativa que regula sus inversiones, de forma de mejorar las pensiones. La experiencia internacional muestra que los activos alternativos presentan retornos mayores que los activos tradicionales, sin ser necesariamente más riesgosos. Por ejemplo, en el caso de los activos de capital privado en Estados Unidos (*Private Equity*), se observa que su retorno en el largo plazo ha superado en 200 puntos base al retorno del índice NASDAQ y en cerca de 500 puntos base el retorno del índice S&P 500 (Cuadro 2.2). Por otra parte, la volatilidad en frecuencia trimestral de este tipo de activos

es menor que la del índice *MSCI World*³, aunque en frecuencia anual supera a la volatilidad de este último índice (Cuadro 2.3).

CUADRO 2.2

Retorno Medio Anual de *Private Equity*

	1 año	3 años	5 años	10 años	20 años
PEPI	21,9%	0,6%	5,8%	2,8%	11,3%
NASDAQ	51,5%	-0,3%	3,6%	-6,2%	9,1%
S&P 500	42,3%	-6,1%	-0,2%	-2,4%	6,5%

Nota: Los retornos son para períodos de 1, 3, 5, 10 y 20 años terminando el 31 de marzo de 2010. PEPI: *US Private Equity Performance Index* (Thomson Reuters).

Fuente: CFA Institute

CUADRO 2.3

Desviación Estándar Anualizada de Retornos de *Private Equity*, 1981-2009

	Frecuencia trimestral	Frecuencia anual
<i>Private equity</i>	15,6%	25,9%
<i>MSCI World</i>	19,0%	19,8%

Fuente: CFA Institute

Para abrir nuevas opciones con una apropiada combinación riesgo-retorno, la nueva ley modifica el Decreto Ley 3.500 que regula la industria de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), generando nuevas alternativas de inversión para ellas en distintos ámbitos, resguardando los intereses de los afiliados⁴. Así, se incorpora la posibilidad de efectuar inversiones en activos alternativos y también en bonos

3 *MSCI World* es un índice accionario que comprende empresas de todo el mundo y es usado como *benchmark* para las inversiones de distintos fondos a nivel global.

4 Los cambios se hacen extensivos para los fondos de cesantía, modificando la Ley N° 19.728.

de fondos de inversión, eliminando algunas trabas regulatorias que las limitaban. Además, se autoriza que los fondos de pensiones inviertan en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público.

Complementariamente, se faculta a la Superintendencia de Pensiones para efectuar análisis de riesgos y supervisar la gestión de riesgos que realizan las AFP y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), impartir instrucciones para que estas entidades corrijan las deficiencias observadas por el regulador, y requerir todos los antecedentes que le permitan tomar debido conocimiento de su gestión de riesgos.

En el caso de la inversión en activos alternativos, la ley fija un techo entre 5% y 15% dependiendo del subfondo, entregando al Banco Central la responsabilidad de determinar el límite específico. Por su parte, la Superintendencia de Pensiones deberá proponer al Consejo Técnico de Inversiones, quien decidirá en última instancia, el conjunto de reglas que regirán este tipo de operaciones y los tipos de activos que podrán ser incluidos en este límite.

2.3. MEJOR REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y SEGUROS

Debido a la rápida evolución del sistema financiero y a la necesidad de contar con mecanismos de regulación efectivos, se ha hecho evidente la necesidad de fortalecer a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En 2013, la anterior administración envió al Congreso un proyecto de ley que buscaba fortalecer a esta entidad, transformando su gobierno corporativo en un cuerpo colegiado denominado Comisión de Valores y Seguros (CVS), al que se dotaría progresivamente de mayores facultades regulatorias. La iniciativa también propuso robustecer la capacidad de

fiscalización del regulador, introducir mejoras al procedimiento sancionatorio, contar con un mecanismo más expedito de revisión judicial de las sanciones e incorporar la herramienta de colaboración eficaz o delación compensada.

En noviembre de 2014, tras varios escándalos en el mercado financiero local, el Ministerio de Hacienda convocó a un grupo de expertos con el objetivo de analizar el proyecto de ley en tramitación y recibir propuestas de mejoramiento con miras a avanzar hacia una institucionalidad eficiente y eficaz en sus roles de regulación y fiscalización del mercado⁵. A partir de las recomendaciones de este grupo de expertos, se ingresó en mayo de 2015 una serie de indicaciones al proyecto de ley original, las que fueron discutidas en profundidad en comisiones especializadas del Senado y plasmadas finalmente en una indicación sustitutiva que incorporó al proyecto todas aquellas mejoras surgidas del trabajo legislativo. Este intenso trabajo permitió la aprobación de una institucionalidad robusta y eficiente, que al cierre de este informe cumplía su última etapa legislativa, debatiéndose en una comisión mixta integrada por diputados y senadores.

Las principales medidas contenidas en el proyecto de ley y su posterior tramitación, que fortalecen a la SVS, incluyen la extensión de la protección legal a todos los funcionarios y un régimen de post empleo. En el ámbito normativo se introduce la obligación de evaluar el impacto regulatorio de las disposiciones y ponerlas en consulta pública, además de establecer una norma de coordinación con los demás organismos reguladores sectoriales. También se introducen mejoras al procedimiento sancionatorio, para potenciar

⁵ El grupo estuvo liderado por Luis Cordero e integrado además por Fernando Coloma, Matías Larraín y Guillermo Tagle.

su efectividad y profundizar las garantías de debido proceso, posibilitando la revisión judicial oportuna de las decisiones de esta entidad fiscalizadora. Para ello, entre otras medidas:

- Se separan las funciones de investigación (Fiscal) y sanción; se contempla un mecanismo más expedito de revisión judicial de las sanciones impuestas por el regulador, al poder pedir la revisión directamente ante la Corte de Apelaciones (en lugar de Juzgado de Letras, como es hoy); se incluye una reseña detallada de cada una de las etapas y diligencias del procedimiento sancionador y se contempla un procedimiento simplificado para aquellas infracciones de menor entidad.
- Asimismo, siempre y cuando se cumpla con los supuestos establecidos en la ley y se cuente con la autorización de un Ministro de la Corte de Apelaciones, se podrá solicitar acceso a información sobre operaciones bancarias de personas determinadas en el marco de los procesos de investigación o procedimientos sancionatorios que inicie, y tendrá mayores facultades intrusivas (ingresar a recintos privados, registrar e incautar objetos y documentos, entre otras).
- Se reconocen mecanismos de colaboración eficaz como herramientas de persecución administrativa y criminal de infracciones, en la forma de autodenuncia y delación compensada. Estos mecanismos, especialmente el de delación compensada, permiten intensificar la detección y sanción de ilícitos difíciles de perseguir, además de tener importantes efectos disuasivos hacia el futuro.

Además, se obliga a los intermediarios de valores, las bolsas de valores y productos, las administradoras de fondos y las administradoras de cartera, a autorregularse con la finalidad de implementar buenas

prácticas en materias de gobierno corporativo, ética empresarial, transparencia e información a los accionistas, y competencia leal entre los distintos actores de mercado. Los participantes podrán cumplir con su obligación de autorregularse participando en el Comité de Autorregulación Financiera (que se crea en este proyecto), o bien de forma individual. Las normas de autorregulación deberán depositarse en o ser aprobadas por la SVS según sea el caso.

2.3.1. Creación de la Comisión para el Mercado Financiero

Durante la tramitación del proyecto, y en vista del futuro envío de una reforma a la actual Ley General de Bancos, quedó en evidencia que la búsqueda de mecanismos para el manejo de riesgos que puedan afectar a todo el sistema financiero, constituía una preocupación ineludible.

En virtud de lo anterior, el Ministerio de Hacienda estimó necesario hacer modificaciones al proyecto de ley para hacer extensivos los avances institucionales incorporados en dicha iniciativa, al conjunto del mercado financiero. La propuesta del Ejecutivo es una solución general y conjunta para modernizar, reformar y adecuar la institucionalidad del actual sistema de regulación y supervisión del mercado financiero, manteniendo los avances que dicha iniciativa incorporaba en materias de fortalecimiento institucional, transparencia normativa y robustez del proceso sancionador.

En concreto, la propuesta establece la creación de un organismo colegiado denominado Comisión para el Mercado Financiero (CMF), cuyo objetivo será, en el ejercicio de sus potestades de regulación, supervisión y sanción, contemplar una visión general y sistémica del funcionamiento del mercado financiero, velando por el correcto y adecuado desarrollo del

mismo, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública y de la estabilidad financiera. Esta entidad abarcará en una primera etapa al mercado de valores y seguros -reemplazando a la SVS- y, posteriormente, con ocasión de la reforma a la LGB, se analizarán los términos en que pasará a regir también para el sistema bancario.

La CMF tendrá una estructura de gobernanza colegiada de cinco miembros, quienes serán personas de reconocido prestigio profesional o académico en materias relacionadas con el mercado financiero.

En suma, la propuesta del Ejecutivo formula un diseño institucional que concilia de manera adecuada las ventajas que posee la supervisión sectorial y especialista de cada sector del mercado, con la posibilidad de tener una visión sistémica que entregue coherencia y continuidad a las decisiones normativas y sancionatorias que recaigan sobre los distintos actores financieros. Mediante esta modificación, se prepara un marco institucional susceptible de ser completado por las demás entidades encargadas de supervisar la industria financiera, con el objeto de discutir en su mérito la mejor manera de incorporarlas a este nuevo esquema.

2.4. LEY GENERAL DE BANCOS

La actual Ley General de Bancos (LGB) data de mediados de los años 80 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 a los estándares internacionales de adecuación de capital contenidos en Basilea I, aunque sólo considerando el riesgo de crédito al ponderar los activos.

Pese a que Chile cuenta en la actualidad con un sistema bancario sólido, que absorbió adecuadamente las turbulencias externas tras la crisis financiera global de los años 2008-2009, su regulación ha quedado rezagada con respecto a las mejores prácticas internacionales. En efecto, durante los últimos 15 años se registra a nivel internacional una serie de avances regulatorios, los que se aceleraron luego de las crisis bancarias ocurridas tanto en Estados Unidos como Europa. Dichos avances apuntan a mejorar el gobierno corporativo de los reguladores, fortalecer la situación patrimonial y de liquidez, así como la gestión de los bancos, y contar con instrumentos adecuados para resolver la situación de las instituciones en problemas, mitigando los efectos negativos que puedan tener sobre la economía.

En relación al gobierno corporativo, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CSBB), instancia en la cual se acuerdan mejores prácticas en esta materia, sugiere que los supervisores bancarios deben ser organismos independientes, tanto de los poderes del Estado como de la industria. Para ello, se requiere que cuenten con independencia regulatoria, de supervisión, institucional y presupuestaria⁶.

En materia de requerimiento de capital y gestión de riesgos, la banca internacional ha incorporado exigencias de más y mejor capital, teniendo en vista consideraciones sistémicas, cíclicas y del tipo de negocio realizado por la industria. Para estos efectos, el CSBB ha continuado unificando criterios en torno a temas de solvencia y liquidez de los bancos, avanzando desde los estándares de Basilea I a Basilea II en 2004 y a Basilea III en 2010.

⁶ Basel Committee on Banking Supervision (2012). "Core Principles for Effective Banking Supervision," Bank for International Settlements. Estos principios básicos también son empleados por el FMI y el Banco Mundial en su Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) para comprobar la eficacia de los sistemas y prácticas de supervisión bancaria en los distintos países.

Las lecciones de la crisis financiera originaron la necesidad de establecer nuevos mecanismos de resolución bancaria luego de que ese episodio develara los problemas de riesgo moral en el sistema, incubados, en parte, por la provisión pública de una red de seguridad financiera. En efecto, este tipo de red, si bien apunta a dar estabilidad al sistema financiero, al mismo tiempo puede generar incentivos inadecuados y efectos adversos sobre el mismo. Por ello, se debe establecer un marco regulatorio integral que balancee adecuadamente los posibles costos y beneficios de las distintas herramientas disponibles para la resolución de bancos en problemas.

La existencia de brechas entre las mejores prácticas internacionales en materia de regulación bancaria y la regulación local no es conveniente, ya que promueve un arbitraje regulatorio que conlleva, entre otras cosas, el riesgo de generar burbujas crediticias. Además, el sistema financiero chileno arriesga su competitividad en el escenario mundial al no alcanzar los estándares internacionales de gestión, calidad y cantidad de capital que los inversionistas exigen.

Es por ello que se hace necesario actualizar la LGB con el objeto de fortalecer la resiliencia del sistema bancario y mejorar su competitividad. En este contexto, el Ministerio de Hacienda convocó un Grupo de Trabajo conformado por expertos del ámbito bancario y de regulación financiera, quienes elaboraron un informe que recoge un conjunto de recomendaciones de carácter unánime⁷.

Las propuestas del Grupo de Trabajo apuntan a cerrar las brechas existentes entre la LGB y los estándares de Basilea III; dotar de mayor independencia al supervisor bancario, otorgándole mayor discrecionalidad para llevar a nivel normativo elementos que actualmente son materia de ley; y ampliar el set de herramientas disponibles para la resolución bancaria, distinguiendo las etapas de regularización temprana, resolución y liquidación. La instancia también emitió recomendaciones sobre temas adicionales, que estimaron que eventualmente podrían ser tratados en un proyecto de ley separado. Estas últimas propuestas se refieren a avanzar hacia un sistema de supervisión consolidada, perfeccionamiento de la regulación de la denominada “banca en la sombra”, y creación de un sistema de información consolidada sobre deudores.

Con respecto al primero de estos temas adicionales, el Ministerio de Hacienda ha considerado relevante dar los primeros pasos que permitan sostener una perspectiva integral sobre el sistema financiero, proponiendo el establecimiento de una Comisión para el Mercado Financiero, ya descrita.

Atendidas las recomendaciones del Grupo de Trabajo y de diversos organismos internacionales, y teniendo también en cuenta la experiencia internacional, así como las características distintivas del sistema financiero chileno, el Ministerio de Hacienda, en consulta con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y el Banco Central de Chile (BCCCh), ha trabajado un proyecto de ley para mejorar el marco legal del sistema bancario en torno a tres pilares: aspectos institucionales, adecuación a los estándares de Basilea III y nuevas herramientas de solución para bancos en problemas.

⁷ La instancia fue presidida por Raphael Bergoing e integrada por Vittorio Corbo, Kevin Cowan, Carlos Martabit, Christian Larrain, José Manuel Mena y Diego Peralta. En ella participaron también representantes del Banco Central de Chile y la SBIF. El Ministerio de Hacienda apoyó el trabajo a través de una Secretaría Ejecutiva.

RECUADRO 2.1

Consejo de Estabilidad Financiera

El Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) es un organismo consultivo dependiente del Ministerio de Hacienda, cuya función consiste en facilitar la coordinación técnica y el intercambio de información entre sus participantes en materias relativas a la prevención y el manejo de situaciones que puedan importar riesgo para el sistema financiero, con el objeto de contribuir a cautelar la estabilidad financiera de la economía nacional. El CEF está integrado por el Ministro de Hacienda, quien lo preside; el Superintendente de Valores y Seguros, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras y el Superintendente de Pensiones. El Consejo cuenta con la asesoría permanente del Banco Central en todas las materias vinculadas a sus funciones.

La Ley N° 20.789, promulgada en noviembre de 2014, fortaleció el marco institucional del CEF al otorgarle rango legal y establecer la obligación de sesionar al menos mensualmente. Asimismo, entre otras materias, determinó la creación de una Secretaría Técnica permanente radicada en el Ministerio de Hacienda, y la facultad de organizar grupos de trabajo para hacer análisis y seguimiento de los temas relacionados con la estabilidad financiera.

Entre julio de 2015 y julio de 2016, el CEF sesionó en 12 ocasiones y paralelamente han funcionado dos instancias de trabajo permanentes: el Grupo de Análisis de Riesgos y el Grupo de Legislación y Regulación. El primero tiene por objetivo monitorear los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de origen tanto doméstico como externo; el segundo realiza un seguimiento de las iniciativas normativas y legislativas del ámbito de la estabilidad financiera.

Entre los temas abordados por el CEF durante los últimos 12 meses cabe resaltar los siguientes:

- Evaluación del nivel de endeudamiento corporativo y los riesgos que éste supone para la economía.
- Examen de los efectos del *Brexit* sobre los mercados internacionales y locales, y sus consecuencias para el crecimiento de la economía local.
- Diagnóstico del impacto sobre Chile y los inversionistas institucionales nacionales de la realidad del mercado financiero chino, el estado macro y financiero de Brasil en el marco de la incertidumbre política que experimentó, la crisis en Grecia y el escenario financiero del sector bancario europeo.
- Revisión del estado del sistema de cajas de compensación de asignación familiar, especialmente en cuanto a la intervención de la Caja La Araucana y su efecto sobre el resto de la industria.
- Evaluación de los efectos sobre el sistema financiero chileno de episodios puntuales como fueron la problemática del banco de inversión BTG Pactual tras el arresto de su máximo ejecutivo en Brasil; la solicitud de protección concursal en España por parte de la empresa de energía e ingeniería Abengoa, que tenía inversiones en Chile; el estado financiero de la AFP Planvital ante la segunda

adjudicación consecutiva de la licitación de la cartera de afiliados; y el comportamiento de la cadena de pagos y el efecto en la industria aseguradora luego del terremoto en la zona centro-norte el 16 septiembre de 2015, así como la sensibilidad de las compañías de seguros a los daños producidos por el temporal que afectó la zona centro de Chile.

- Monitoreo del sector inmobiliario en vista de los cambios regulatorios y legales que entraron en vigencia en 2016.
- Diagnóstico de las implicancias sobre la estabilidad financiera de los recientes casos de empresas de inversión investigadas por posibles actividades fraudulentas.
- Estudio del estado de la banca y de la industria aseguradora del país, en particular del nivel de capitalización del sistema bancario, y los desafíos que enfrentan las compañías de seguros de vida en Chile.

En todos estos casos, se concluyó que los efectos sobre el sistema financiero chileno eran acotados y que se debía seguir monitoreando cada una de las situaciones, de forma de evitar a tiempo consecuencias negativas sobre la estabilidad del mercado.

En el plano regulatorio, destaca el informe que hicieron las superintendencias respecto del avance en la implementación de la ley que crea el CEF, la cual facilita la supervisión consolidada de los conglomerados financieros. Al respecto, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió una norma que establece los requerimientos de información financiera relativos a la solvencia de los accionistas controladores de las compañías de seguros. Por su parte, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras publicó una circular sobre solicitudes de información financiera relativas a la solvencia de los accionistas controladores de entidades bancarias. En tanto, la Superintendencia de Pensiones divulgó una norma sobre requerimientos de información referidos a entidades pertenecientes al grupo empresarial de las AFP.

En el tiempo que lleva en funcionamiento, el CEF ha sido una instancia que ha permitido una coordinación eficaz y oportuna entre los organismos reguladores y fiscalizadores del mercado financiero, resguardando su normal funcionamiento.

RECUADRO 2.2

Manejo Financiero del Gobierno

El manejo de los activos y pasivos del Gobierno es un aspecto esencial de las finanzas públicas. Permite, mediante operaciones financieras, hacer más eficiente el financiamiento de las obligaciones fiscales y contribuir a la liquidez y profundidad del mercado financiero local.

Por el lado de los activos, el país cuenta con recursos importantes que se acumularon, principalmente, en la segunda parte de la década pasada con los excedentes resultantes de la aplicación de la regla de balance estructural. Estos recursos son administrados con el objetivo de lograr una buena rentabilidad sujeto a un adecuado grado de liquidez y nivel de riesgo. Por su parte, la política de endeudamiento del Fisco cumple un doble rol, permitiendo, por un lado, financiar sus operaciones; y por otro, generar curvas de rendimiento de referencia para que las empresas privadas nacionales puedan obtener financiamiento en mejores condiciones crediticias.

a. Manejo de Activos

Chile cuenta con dos fondos soberanos, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), donde se ahorran los superávits fiscales¹. Los recursos del FEES pueden ser usados para financiar al Gobierno en períodos en que los ingresos caen por causa del ciclo. 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 chileno. 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 caudales y fija las políticas de inversión, en tanto que el Banco Central, actuando como agente fiscal, ejecuta 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 económicos y financieros, denominado Comité Financiero².

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, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares.

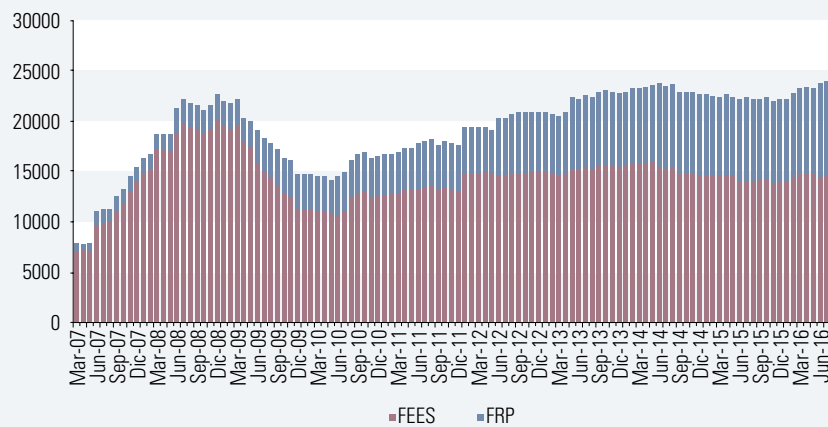
1 La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) establece que el FRP debe recibir anualmente los superávits fiscales que se generen el año previo, con un aporte mínimo de 0,2% del PIB y un máximo de 0,5% del PIB. Por su parte, el FEES recibe el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los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

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

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. En el caso del FRP, desde su inicio ha recibido aportes por US\$ 7.867 millones y, de acuerdo a lo previsto, no se han efectuado retiros del fondo. Con ello, a julio de 2016 el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzaba US\$ 24.043 millones, de los cuales US\$ 14.694 millones correspondían al FEES y US\$ 9.348 millones al FRP (Gráfico 2.2).

GRÁFICO 2.2

Evolución de los Fondos Soberanos
(US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Desde su creación y hasta fines de julio de 2016, las inversiones del FEES y del FRP habían generado ganancias netas por US\$ 3.782 y US\$ 14.824 millones, respectivamente. Lo anterior se ha traducido en rentabilidades anualizadas en dólares desde el inicio de 3,05% para el FEES y 3,91% para el FRP, y de 5,32% y 6,18%, respectivamente, cuando se miden en moneda nacional (Cuadro 2.4).

CUADRO 2.4

Rentabilidad en Fondos Soberanos
(Porcentaje)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
En dólares											
Anual	FEES	8,99	7,65	2,47	1,83	3,41	1,02	-1,25	-1,67	-1,78	8,56
	FRP	8,86	7,62	2,28	1,81	3,41	4,87	1,02	1,75	-3,62	9,44
Desde el inicio (anualizada)	FEES	8,99	9,56	6,93	5,54	5,09	4,37	3,52	2,83	2,30	3,05
	FRP	8,86	9,47	6,79	5,44	5,01	4,99	4,39	4,05	3,14	3,91
En pesos											
Anual	FEES	0,91	34,53	-17,03	-5,68	14,75	-7,20	8,18	14,29	14,68	2,56
	FRP	0,78	34,50	-17,22	-5,71	14,75	-3,34	10,46	17,71	12,84	3,45
Desde el inicio (anualizada)	FEES	0,91	18,75	4,66	1,85	4,38	2,31	3,08	4,38	5,44	5,32
	FRP	0,78	18,66	4,53	1,75	4,30	2,93	3,96	5,59	6,29	6,18

Nota: A partir de este año, el Ministerio de Hacienda informa las cifras de retorno históricas calculadas por el banco custodio J.P. Morgan, las cuales pueden diferir levemente con respecto a las de informes anteriores, que eran calculadas por la cartera. Este cambio, que no supera los 3 puntos base anualizados desde el inicio en cada fondo, afecta principalmente los retornos de los años 2007, 2008 y 2009. En 2007 las rentabilidades se calculan a partir del 31 de marzo del año. En 2016 las rentabilidades corresponden al valor acumulado al 30 de junio.

Fuente: Ministerio de Hacienda

En relación a los riesgos de mercado de los fondos, el FEES presentó al cierre de julio una volatilidad de 4,38%³ y un *ratio de Sharpe* -razón que se utiliza para medir la rentabilidad del fondo en relación a su riesgo- de 0,38⁴. Por otra parte, el *tracking error ex post*⁵, indicador utilizado para medir el grado de cercanía del portafolio con respecto a su comparador o *benchmark*, al cierre de julio era de 13 puntos base. En el caso del FRP, la volatilidad fue de 4,77%, el *ratio de Sharpe* de 0,69 y el *tracking error ex post* de 15 puntos base.

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 un 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 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. La composición de monedas es similar a la del FEES, aunque se amplía permitiendo la inversión en libras esterlinas, y dólares canadienses y australianos.

3 Corresponde a la desviación estándar de los retornos mensuales de los últimos tres años –al cierre de junio- expresada en forma anualizada.

4 Cifra proporcionada por el banco custodio J.P. Morgan

5 Calculado como la desviación estándar de los excesos de retornos mensuales de los últimos 3 años del portafolio –al cierre de junio- en relación al *benchmark*, expresada en forma anualizada.

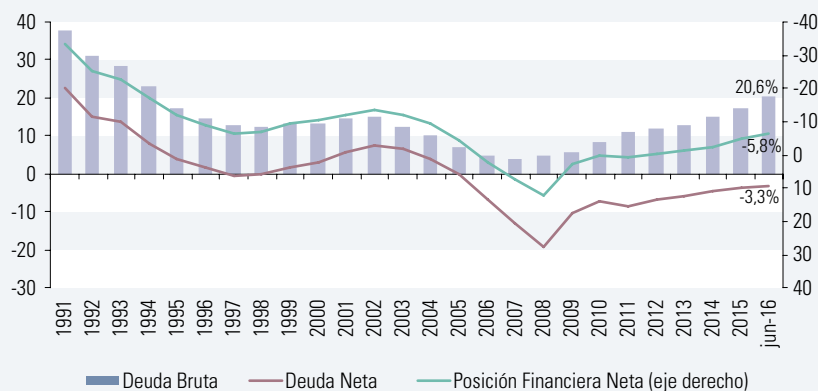
Teniendo en cuenta el tiempo transcurrido desde la definición e implementación de la actual política de inversión del FRP, el Ministerio de Hacienda ha considerado de relevancia actualizarla. Para ello, y luego de un proceso de selección competitivo y de la recomendación del Comité Financiero, se decidió contratar a la consultora Mercer, cuya principal tarea será proponer una composición estratégica de activos de largo plazo para este fondo. Los resultados de este estudio servirán de insumo para que el Ministerio de Hacienda evalúe, en conjunto con el Comité Financiero, si es recomendable modificar la actual política de inversión del FRP, de manera de asegurar su consistencia con el objetivo del fondo y su sustentabilidad en el tiempo.

b. Deuda y Manejo de Pasivos

La deuda bruta del gobierno ha venido creciendo de manera sostenida desde fines de la década pasada. Esto refleja los déficits públicos registrados en años recientes, así como la política de manejo de activos y pasivos que ha buscado generar tasas de referencia en la curva de rendimiento de renta fija. A junio de 2016, la deuda bruta del gobierno central había llegado a un 20,6% del PIB, cifra superior al 17,5% observado en diciembre de 2015. A pesar de este aumento en la deuda bruta, el Fisco presenta una posición acreedora neta equivalente a 3,3% del PIB medida por la deuda neta a junio de 2016. En el caso de la posición financiera neta, que excluye algunos activos poco líquidos, esta llegó a -5,1% del PIB en 2015 y a junio de 2016 alcanza -5,8% del PIB (Gráfico 2.3)⁶.

GRÁFICO 2.3

Evolución Deuda y Posición Financiera Neta del Gobierno Central
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres y Ministerio de Hacienda

⁶ El stock de deuda bruta a junio no considera la operación completa de intercambio de bonos realizada el 23 de junio y liquidada el 28 de junio. Al cierre del mes de junio el DCV sólo registró la colocación de deuda y no la recompra de los bonos, ejecutándose la cancelación de dicha deuda los primeros días de julio. De haberse registrado ambas operaciones, el stock de deuda corregido habría totalizado 19,8% del PIB. La posición financiera neta se calcula a partir del stock de deuda bruta corregido.

La Ley de Presupuestos 2016 autorizó a Tesorería a emitir deuda por un monto total de US\$ 10.500 millones durante el año. De dicha cifra, US\$ 2.000 millones ya se han emitido en los mercados externos y un total de US\$ 8.000 millones se están emitiendo en el mercado local entre los meses de junio y noviembre de acuerdo al calendario previsto, tanto en pesos como en UF. A eso se agregan US\$ 500 millones que se usarán para contratar créditos con multilaterales.

En enero de 2016 se colocó un bono en euros por € 1.200 millones (equivalentes aproximadamente a US\$ 1.300 millones) con vencimiento en 2026, y un bono en dólares por US\$ 1.349 millones con vencimiento en 2026. Las tasas de rendimiento obtenidas fueron 1,966% para el bono en euros (tasa cupón de 1,750%), lo que significa un *spread* de 110 puntos base sobre el *mid swap* en euro (tasa de referencia de los instrumentos de largo plazo en euros). En el caso de la emisión en dólares, la tasa obtenida fue de 3,407% (tasa cupón de 3,125%), implicando un *spread* de 130 puntos base sobre la tasa del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo.

Junto a la emisión del bono en dólares se ejecutó una recompra por un monto nominal de US\$ 602 millones de bonos en dólares emitidos anteriormente, con vencimientos en los años 2020, 2021, 2022 y 2025⁷. Debido a que dichos bonos estaban perdiendo su calidad como referencia, esta operación permitió generar y reordenar la curva y aumentar el tamaño de la emisión del nuevo bono denominado en dólares a 10 años, fortaleciendo su carácter referencial.

En el caso de la deuda doméstica, la estrategia de manejo de pasivos se enmarca dentro de la política general del Ministerio tendiente a mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija chileno, la que también incluye la reciente modificación legal que facilita la instalación de custodios internacionales. Con esto se busca apoyar la inclusión de los instrumentos locales del Fisco en los índices internacionales de inversión en renta fija, lo que fortalecería el interés por estos papeles, aumentando su liquidez y comprimiendo así las tasas de interés locales⁸.

En este contexto, durante 2015 se realizaron distintos cambios en la modalidad de colocación de los bonos de la Tesorería, incluyendo la concentración del monto total de cada bono en una sola subasta. De esta forma, se crea un bono líquido desde la primera emisión, haciéndolo atractivo para aquellos inversionistas que requieran transar montos significativos de dicho papel.

Durante este año se ha efectuado un importante programa de intercambio de papeles de manera de ordenar las curvas de rendimiento local, tanto en UF como en pesos. El programa considera el intercambio de aquellos bonos cuyo monto emitido y liquidez es relativamente bajo (bonos no referenciales) por

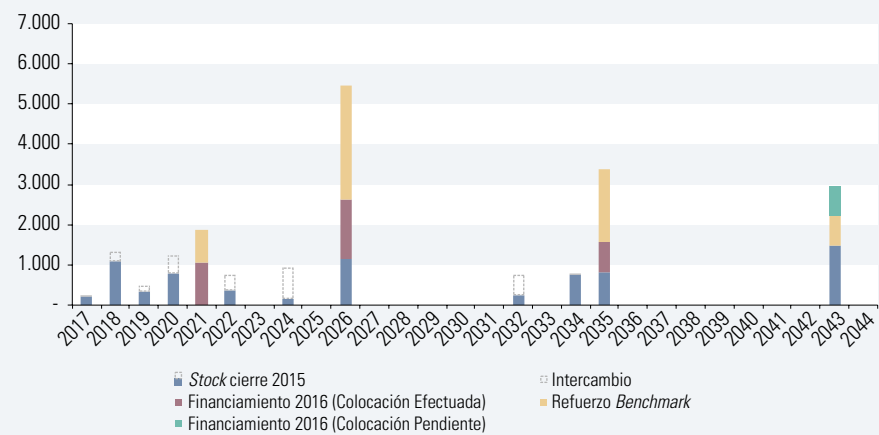
7 Cabe señalar que el día en que se hizo la recompra, hubo inversionistas que ofrecieron papeles por un monto de US\$ 650 millones. Sin embargo, posteriormente, durante el período de cierre de las operaciones, sólo llegaron inversionistas por un total de US\$ 602 millones.

8 Hoy los bonos del Estado se encuentran sub representados en los índices globales y sólo incluyen al bono global en pesos emitido en el mercado externo en 2010.

la reapertura de bonos existentes, cuyo monto de emisión y liquidez es relativamente mayor (bonos referenciales). Con este plan se han creado cuatro puntos referenciales en cada curva, en los plazos de vencimiento aproximadamente de 5, 10, 20 y 30 años, los cuales constituyen referencias líquidas y profundas para el mercado local (Gráfico 2.4 y Gráfico 2.5).

GRÁFICO 2.4

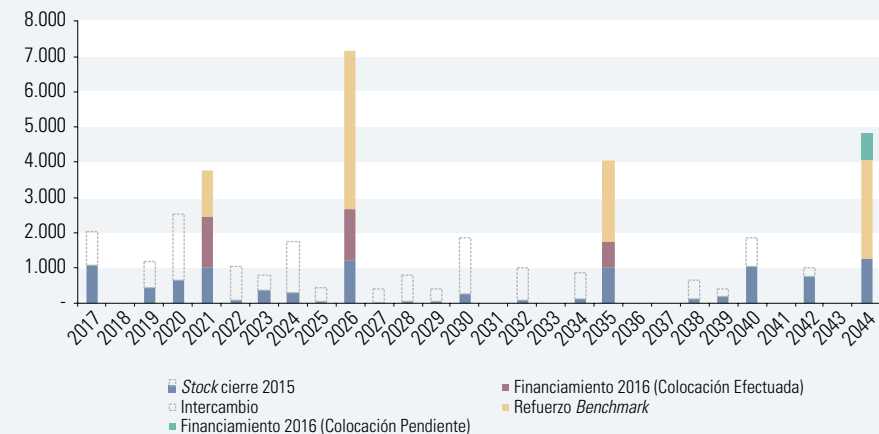
Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en Pesos Posterior al Programa de Intercambio (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

GRÁFICO 2.5

Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en UF Posterior al Programa de Intercambio (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Sin considerar el programa de recompra, el calendario 2016 contempla emisiones por US\$ 3.800 millones aproximadamente en pesos, y en torno a US\$ 4.200 millones a colocar en UF. Los puntos de emisión escogidos corresponden a aquellos plazos definidos como referenciales; vale decir vencimientos en los años 2021, 2026, 2035 y 2043 para la curva en pesos, y vencimientos en los años 2021, 2026, 2035 y 2044 para la curva en UF. Al igual que las recompras, estas colocaciones se realizan mediante reaperturas de bonos ya existentes, con el fin de fortalecer el monto en circulación (Cuadro 2.5).

CUADRO 2.5

Montos de Colocaciones Bonos en Pesos y UF

Instrumento	Monto colocado (millones de pesos)	Instrumento	Monto colocado (miles de UF)
BTP 2021	700.000	BTU 2021	37.500
BTP 2026	990.000	BTU 2026	37.500
BTP 2035	490.000	BTU 2035	18.900
BTP 2043	490.000	BTU 2044	18.900

Fuente: Ministerio de Hacienda

Como resultado de las operaciones anteriores, incluyendo las de intercambio, se estima que a fines de 2016 la deuda del gobierno estará compuesta en un 49% en UF, 34% en pesos y 16% en moneda extranjera; versus el cierre de 2015 cuando la participación fue de 58%, 27% y 14%, respectivamente.