



CICLO DESAFÍO MERCADO DE CAPITALES

INTEGRACIÓN FINANCIERA DE CHILE

REPORTE MESA DE DISCUSIÓN

PABLO GARCÍA

ACADÉMICO ESCUELA DE NEGOCIOS UAI



Documento elaborado en el marco del ciclo Desafíos del Mercado de Capitales desarrollado por el Centro Futuros Empresariales de la Escuela de Negocios UAI. El documento recoge un resumen del diagnóstico elaborado por Pablo García, profesor titular de la Escuela de Negocios, y recoge los principales puntos planteados en el marco de una mesa redonda convocada por el CeFE UAI en agosto del 2026 donde participaron actores del sector financiero y del sector público, entre ellos, Ministerio de Hacienda, Banco Central de Chile y Comisión para el Mercado Financiero.

1 DIAGNÓSTICO

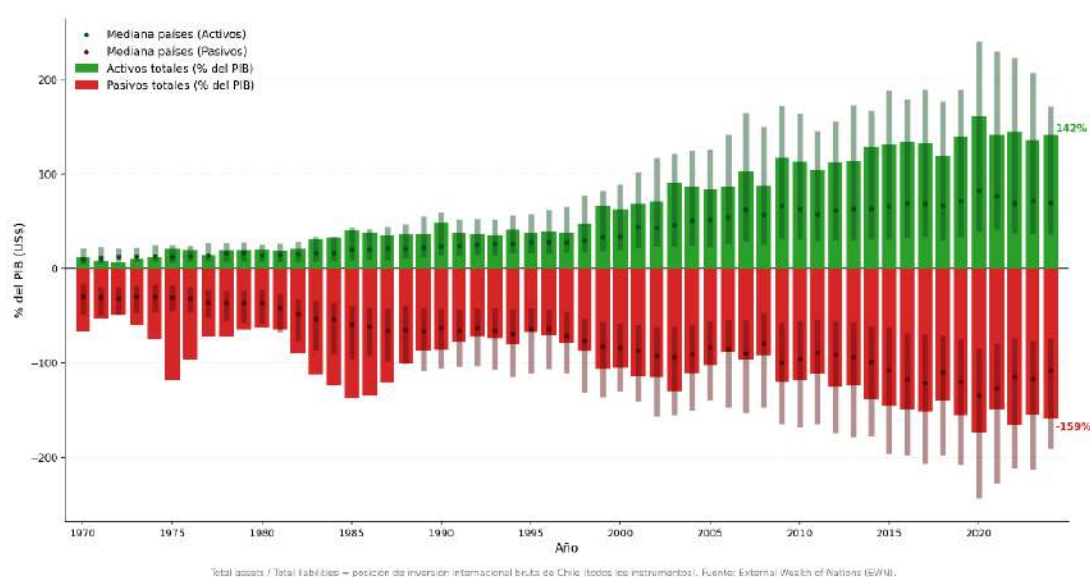
Integración financiera de Chile: avances y desafíos pendientes

El proceso de integración de Chile con el sistema financiero global ha sido un elemento clave de nuestra estrategia de desarrollo: acceso a liquidez internacional y diversificación de fuentes de financiamiento y de ahorro, sin mayores sobresaltos en la estabilidad financiera. Esta nota resume los principales hitos de esa integración y los desafíos pendientes, a partir de tres aproximaciones: la magnitud y composición de los activos y pasivos en la posición de inversión internacional (PII) de Chile; el funcionamiento del mercado cambiario; y las percepciones de los clasificadores internacionales de mercados. Cierra con una reflexión sobre desarrollos recientes y desafíos a futuro.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE CHILE

Durante los años setenta y ochenta, en un entorno global volátil y con represión financiera doméstica, los activos y pasivos internacionales de Chile eran muy desbalanceados: los activos promediaron cerca de 20% del PIB, mientras los pasivos eran más de cuatro veces mayores (Figura 1).

Figura 1: Activos y pasivos internacionales como % del PIB



Fuente: Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2018)

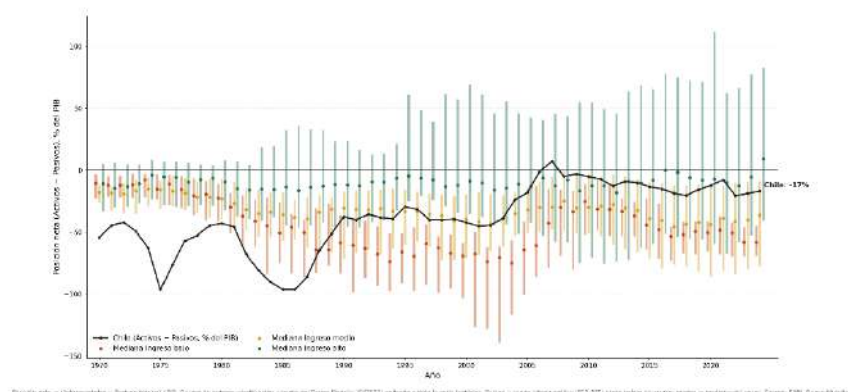
A partir de 1990, factores externos e internos ampliaron significativamente la integración financiera del país. En el plano externo, el Plan Brady, la estabilización inflacionaria regional y el fin de la Guerra Fría redujeron las primas por riesgo y aumentaron el apetito por diversificar portafolios hacia el mundo emergente. En el plano interno, la transición política redujo el riesgo de inestabilidad, y la creación de un Banco Central autónomo, con atribuciones exclusivas en materia cambiaria y libertad cambiaria establecida por ley, despejó los riesgos de convertibilidad. El recuerdo de la crisis de 1982-83 mantuvo, con todo, bastante cautela frente a una mayor flexibilidad cambiaria.

La crisis de 1998 marcó un antes y un después: el esquema de bandas y restricciones cambiarias resultó insuficiente frente a las crisis Asiática y Rusa, y desde 1999-2000 Chile avanzó hacia un esquema similar al de economías avanzadas, con flotación del peso, eliminación de gran parte de las restricciones cambiarias y metas de inflación plenas.

En las décadas siguientes, diversos cambios legales y regulatorios profundizaron la integración: la normativa de riesgo de mercado se adaptó a la flexibilidad cambiaria; mientras que distintas reformas al mercado de capitales ampliaron los instrumentos elegibles y las inversiones en el exterior para los inversionistas institucionales, y simplificaron el acceso a vehículos de ahorro previsional voluntario. Además se redujo la retención tributaria a inversionistas extranjeros, se unificó el marco de fondos mutuos, de inversión y extranjeros, y con la adopción de IFRS se alinearon los estándares contables con el resto del mundo. En paralelo, la creación de infraestructuras de compensación y liquidación y la adopción de estándares internacionales dieron robustez al sistema: se concretó la fusión societaria de bolsas que dio origen a NUAM, se eliminaron restricciones a las operaciones transfronterizas en pesos, y se modernizó el marco de las operaciones repo.

Es notable que estas iniciativas no derivaron en mayor fragilidad financiera, probablemente porque coincidieron con una modernización del esquema de políticas macroeconómicas -reglas y transparencia fiscal y monetaria-, que permitió un entorno predecible. De hecho, Chile pasó de ser una de las economías con posición deudora neta más grande en los años setenta a una posición prácticamente equilibrada en décadas recientes (Figura 2), en parte por la entrada de China a la OMC, pero también por una gestión macrofinanciera prudente que evitó los riesgos de inestabilidad que antes se temían.

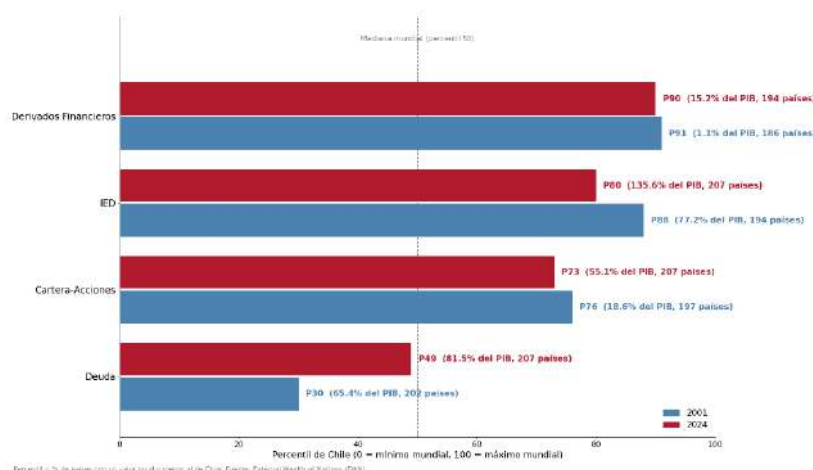
Figura 2: PII neta de Chile en perspectiva como % del PIB



Fuente: Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2018)

La composición de esa integración tampoco ha cambiado mayormente desde 2000. El proceso de profundización ocurrió también en el resto de los países, pero Chile mantuvo una posición relativa similar, con la excepción parcial de los instrumentos de deuda, donde se desplazó hacia la mediana de los países considerados. La Figura 3 compara, para 2001 -cuando se reportó por primera vez la posición en derivados- y 2024, la suma de activos y pasivos de los cuatro subcomponentes de la PII (derivados, inversión extranjera directa, inversión de cartera en acciones e instrumentos de deuda) como porcentaje del PIB.

Figura 3: Categorías de la PII (activos + pasivos como % del PIB)

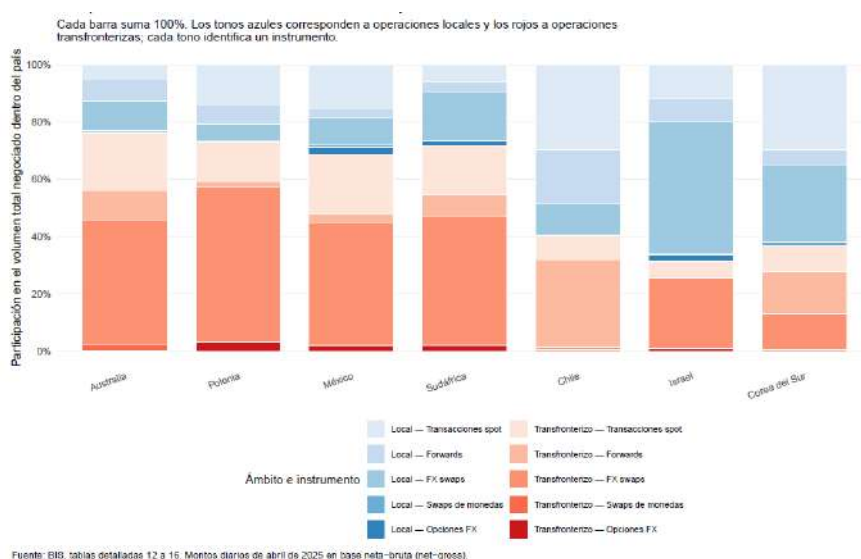


Fuente: Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2018)

EL MERCADO CAMBIARIO

La PII describe el acervo de activos y pasivos, pero dice poco sobre cómo se transa la moneda que subyace a esos flujos. La Figura 4 descompone el volumen cambiario negociado en abril de 2025 según si la transacción es local (entre residentes) o transfronteriza, por instrumento. El contraste con otras economías emergentes comparables es marcado. Así, mientras en Australia, Polonia, México y Sudáfrica la negociación offshore supera con holgura a la local, llegando a superar la mitad del volumen total, en Chile ocurre lo contrario, con la negociación onshore concentrando la mayor parte de la actividad.

Figura 4: Volumen en mercado cambiario, países seleccionados (abril de 2025)



La composición por instrumento agrega un matiz relevante: dentro del segmento transfronterizo chileno, los FX swaps –el instrumento offshore de mayor volumen en esos otros países– tienen una participación marginal, al igual que el spot fuera de Chile. La negociación transfronteriza chilena se concentra en forwards, que en la práctica son contratos NDF (non-deliverable forwards), reflejo de que los no residentes no pueden mantener, transferir o liquidar pesos físicos entre cuentas offshore con la misma facilidad que, por ejemplo, el peso mexicano o el zloty polaco.

La diferencia entre un NDF y un FX swap es relevante en la dimensión de convertibilidad cambiaria. Ello, porque el NDF liquida solo la diferencia entre el tipo de cambio pactado y el de referencia al vencimiento, típicamente en dólares, sin intercambio de pesos, cubriendo la exposición cambiaria pero no una eventual necesidad de fondeo en moneda local. El FX swap, en cambio, involucra el intercambio efectivo del principal en ambas monedas y su reversión al vencimiento –un préstamo cruzado de liquidez– que cubre a la vez el riesgo cambiario y el fondeo. La falta de un mercado de swaps offshore desarrollado para el peso obliga a resolver ese fondeo onshore, encareciendo y complicando la gestión de posiciones para actores sin presencia local.

CLASIFICACIONES DE MERCADO

Chile ocupa una posición estable pero claramente intermedia en los dos sistemas de clasificación que gobiernan buena parte de los flujos de capital hacia mercados emergentes. MSCI lo mantiene como mercado Emerging, fuera de la lista de revisión para 2026; FTSE Russell lo clasifica como Secondary Emerging –uno de trece mercados en esa categoría a abril de 2026–, también fuera de su Watch List. Esa estabilidad esconde brechas que, aunque distintas en cada caso, convergen en el funcionamiento del mercado cambiario.

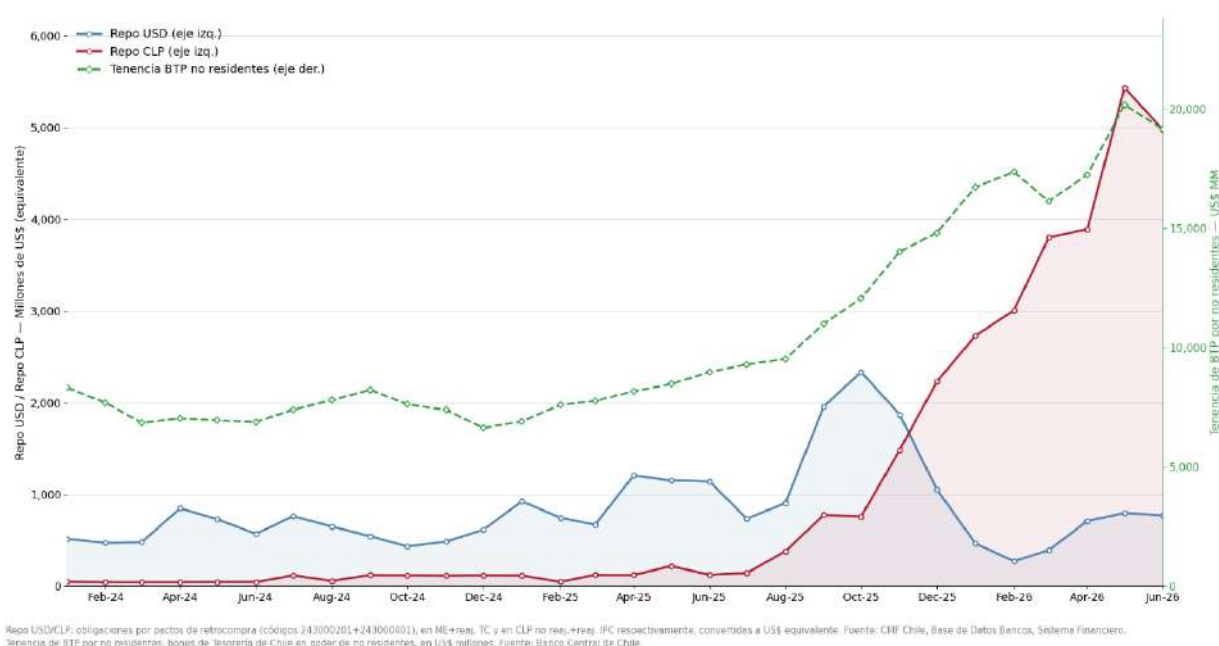
MSCI, en su Global Market Accessibility Review de junio de 2025, dedica a Chile una lista de observaciones relativamente larga frente a mercados emergentes más avanzados como Corea del Sur o Taiwán; una de las más relevantes es la ausencia de un mercado offshore de moneda entregable (deliverable) para el peso. Esto requiere una precisión: no significa que el peso no se negocie fuera de Chile –de hecho se negocia con volúmenes relevantes vía contratos NDF, que se liquidan en dólares por diferencia contra un tipo de cambio de referencia, típicamente el dólar observado del Banco Central–, sino que las contrapartes internacionales no pueden mantener, transferir o liquidar pesos físicos entre cuentas offshore como sí pueden hacerlo, por ejemplo, con pesos mexicanos o zlotys polacos. La consecuencia práctica es que un inversionista institucional que necesita cubrir su exposición al peso no puede simplemente comprar o vender pesos a futuro, ni hacer un FX swap, liquidando en la moneda misma fuera de Chile. Esta asimetría entre NDF y FX swaps puede encarecer spreads, reducir la profundidad efectiva del mercado spot y complicar la gestión operativa de fondos con exposición a acciones o bonos chilenos; como MSCI considera explícitamente, en sus criterios de clasificación, la existencia de un mercado cambiario desarrollado tanto onshore como offshore, esta asimetría es en sí misma una brecha de accesibilidad, más allá de cuán eficiente sea el mercado spot dentro de Chile.

FTSE Russell llega a una conclusión similar por otra vía: su matriz de Quality of Markets incluye, junto al resto de los criterios de entorno regulatorio, un criterio explícito de “mercado cambiario desarrollado” que evalúa, en la práctica, atributos muy similares a los de MSCI –si los inversionistas extranjeros pueden acceder al mercado de divisas spot y forward sin restricciones desproporcionadas, con suficiente profundidad, liquidez y competencia para una buena formación de precios–. La particularidad es que ese criterio es exigible para las categorías Developed y Advanced Emerging, pero no para Secondary Emerging –la categoría actual de Chile– ni para Frontier. Esto sugiere que el mercado cambiario chileno probablemente se vuelva un requisito vinculante si Chile aspira a una promoción a Advanced Emerging, categoría en la que hoy están México y Sudáfrica. Es notable que ambos proveedores, con metodologías relativamente independientes, coincidan en identificar la entregabilidad y liquidación offshore del peso como un impedimento para mejores clasificaciones.

DESARROLLOS RECIENTES Y DESAFÍOS FUTUROS

Los desarrollos más recientes ilustran cómo la integración financiera puede acelerar cuando concurren apetito externo e infraestructura habilitante. La Figura 5 documenta el explosivo aumento del mercado de repo en pesos con contrapartes extranjeras desde 2025, en paralelo al notable incremento de tenencias de bonos de Tesorería en pesos (BTP) por no residentes.

Figura 5: Operaciones repo en pesos y en dólares y tenencia de bonos de Tesorería en pesos por no residentes (millones de US\$, 2024-2026)



Hasta mediados de 2025 el repo en pesos era casi inexistente; desde el tercer trimestre esa relación se invierte, y tras la nueva regulación del Banco Central sobre contratos marco y compensación de repos (diciembre de 2025) el repo en pesos despegó de forma sostenida, multiplicándose varias veces entre octubre de 2025 y abril de 2026 y desplazando al repo en dólares. Las tenencias de BTP por no residentes pasaron en el mismo período de cerca de USD 12.000 millones a más de USD 20.000 millones, un alza de 36% solo en los primeros meses de 2026, muy superior a la de otros mercados emergentes de la región.

Este repunte coincide con cambios normativos concretos que el Banco Central dictó en 2025 al amparo de la Ley de Resiliencia de los Servicios Financieros (Ley N° 21.641, de 2023): tras consulta pública en julio-agosto de 2025, la Circular N° 3013-979 (diciembre de 2025) dio certeza jurídica a la compensación de posiciones recíprocas (close-out netting) en repos bajo contratos marco reconocidos, extendiendo a estas operaciones un tratamiento equivalente al de los derivados; reconoció los contratos marco de uso internacional más extendido; fijó términos mínimos para esos contratos cuando una parte es banco o institucional; y estableció resguardos de estabilidad, como un plazo de espera de al menos dos días hábiles bancarios antes de ejercer cláusulas de exigibilidad anticipada. En paralelo, la CMF simplificó el tratamiento prudencial de

los repos y redujo requerimientos de capital, y por la vía tributaria se aclaró que la transferencia temporal de instrumentos no genera impuesto a las ganancias de capital ni de timbres, habilitando además mecanismos de recuperación de retenciones para no contribuyentes extranjeros.

Esto ilustra un punto general. Al intencionar reformas específicas –certeza jurídica, estándares contractuales internacionales, fricciones tributarias– se avanza en la integración financiera, con efectos holísticos que no se agotan en el instrumento que motivó la reforma. Un mercado repo más profundo mejora la liquidez de renta fija a lo largo de toda la curva y facilita el arbitraje entre plazas e instrumentos.

De cara al futuro, la experiencia de Chile entre 2000 y 2024 muestra que incluso solo seguir el ritmo de los mercados internacionales exige reformas legales y regulatorias sostenidas: la agenda de modernización del mercado de capitales es un complemento esencial –no accesorio– de la agenda de crecimiento. En lo estrictamente financiero, persisten brechas de convertibilidad offshore y de mecanismos de liquidación del peso, horarios de funcionamiento, y otros temas que MSCI y FTSE Russell señalan como pendientes. Por el lado de las infraestructuras –materia que amerita discusión propia–, el desafío es seguir alineándose con los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI). Por el lado de los gestores de activos locales, el desafío es modernizar la normativa de inversión: en las AFP esto ya ocurre en el marco de la reforma previsional, pero aún está pendiente un esfuerzo equivalente para las compañías de seguros cuyo régimen sigue anclado en la antigua Ley de Seguros, que vaya más allá de ajustes puntuales de la CMF como el aumento del límite de inversión por emisor en fondos mutuos y de inversión de 20% a 30%.

En definitiva, es necesario seguir esforzándose solo para mantener la posición comparada internacional: la integración financiera no es un estado que se alcance y conserve por inercia, sino un esfuerzo continuo, en la medida en que el resto de las economías emergentes comparables también sigue avanzando.

NOTAS

1. Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2018), “The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis”, IMF Economic Review 66, 189-222. Base de datos actualizada disponible en [brookings.edu/articles/the-external-wealth-of-nations-database](https://www.brookings.edu/articles/the-external-wealth-of-nations-database).

2. Caballero, Julián, Alexis Maurin, Philip Wooldridge y Dora Xia (2022), “The internationalisation of EME currency trading”, BIS Quarterly Review, diciembre, pp. 49-65. La Figura 6 replica esta especificación, reestimada con datos de la Encuesta Trienal del BIS hasta 2025.

VISIÓN DE LOS ACTORES

A continuación se presenta una síntesis de la conversación sostenida en el desayuno “Integración Financiera en Chile” (agosto de 2026), cuarto encuentro del ciclo sobre desarrollo del mercado de capitales organizado en el Centro Futuros Empresariales UAI.. La conversación convocó a actores del sector financiero y económico local y se realizó bajo la Regla de Chatham House; en consecuencia, con excepción de las intervenciones del Consejero del Banco Central de Chile, Kevin Cowan, y el Comisionado de la CMF, Beltrán de Ramón, que se presentan a continuación en su calidad institucional, el resto de los planteamientos se resume de forma consolidada y sin atribución individual.

PERSPECTIVA DEL BANCO CENTRAL **CONSEJERO KEVIN COWAN**

El Consejero coincidió con la descripción de un proceso gradual y sostenido de integración financiera, y recordó la convicción de larga data del Banco Central de que, dentro de un marco de políticas macroeconómicas razonables –tipo de cambio flexible, regulación financiera sólida, estabilidad macroeconómica–, la integración genera más beneficios que costos. Ese proceso ha tenido intensidades variables; probablemente uno de los cambios más importantes fue el levantamiento, alrededor de 2020, de una restricción del Banco Central que dificultaba las operaciones en pesos entre residentes y no residentes, a partir de la cual se fueron generando efectos sucesivos.

Junto con esos cambios regulatorios y cambiarios se desarrollaron nuevas plataformas e infraestructuras para compensar y liquidar operaciones en moneda local y extranjera, spot y derivados, en una agenda construida de forma coordinada entre el Banco Central, el Ministerio de Hacienda, la CMF y los participantes privados. En paralelo, ha habido una adopción sistemática de estándares globales –IFRS, ISDA, IOSCO, principios para infraestructuras de mercado financiero–, lo que no es solo buena práctica: reduce los costos de información y comparabilidad para inversionistas y contrapartes internacionales, y facilita que un inversionista extranjero analice una institución chilena. El resultado es el aumento de las posiciones financieras brutas y, especialmente en el último año, de la participación de no residentes en el mercado local en pesos, a una escala mayor que en episodios previos (2019-2020): condiciones globales favorables se combinaron con piezas locales construidas durante años –operaciones transfronterizas con colateral chileno, cuentas en pesos, infraestructura y mayor certeza jurídica– que comienzan a cerrar circuitos antes incompletos.

Junto con ello, identificó varios espacios pendientes. Primero, aunque el marco regulatorio para la internacionalización del peso está bastante avanzado, es necesario vigilar que no persistan trabas de mercado no regulatorias. Segundo, la infraestructura: los ciclos horarios de operación y liquidación de Chile no siempre coinciden con los globales, lo que afecta a la industria y al propio Banco Central; hoy existen volúmenes suficientes para que discutir una infraestructura adicional de liquidación del peso fuera del país tenga sentido, aunque las cámaras locales funcionan adecuadamente. Tercero, persiste el desafío de liquidez y transparencia en renta fija, donde la nueva normativa de repos debe observarse en funcionamiento para identificar nuevas barreras. Finalmente, más allá de los próximos años, la discusión global sobre tokenización de activos y registros distribuidos exige que el Banco Central desarrolle conocimiento técnico –ya ha realizado pilotos en esa línea–, sin que ello implique planes de emitir un instrumento digital de uso general.

PERSPECTIVA DE LA CMF

COMISIONADO BELTRÁN DE RAMÓN

Beltrán de Ramón aportó una mirada histórica sobre las medidas adoptadas por distintas instituciones –no solo la CMF, también el Banco Central y el Servicio de Impuestos Internos– como un esfuerzo conjunto: la modificación de la norma del Banco Central alrededor de 2020, la autorización de la CMF en 2021 para la apertura remota de cuentas corrientes a no residentes, y ajustes del SII, incluida la eliminación de formalidades de financiamiento y sobregiro que no aportaban desde el punto de vista del riesgo. Esa apertura está funcionando –varios bancos ya han abierto cuentas a clientes del exterior–, lo que muestra que cuando reguladores y autoridades se coordinan y flexibilizan exigencias que perdieron propósito, los resultados aparecen.

Algo similar ocurrió con los repos: la regulación de diciembre de 2025 dio certeza jurídica, reconoció contratos marco y precisó los efectos de la compensación en escenarios de insolvencia; poco después, la normativa prudencial redujo requerimientos de capital, y el SII aclaró el tratamiento tributario de las transferencias temporales de instrumentos. Ese trabajo conjunto explica, en su opinión, que el mercado repo haya comenzado efectivamente a funcionar.

Sobre qué más podría favorecer la internacionalización, el comisionado identificó los horarios como un problema muy evidente: el mercado chileno opera en una franja concentrada (9:00 a 13:00), lo que dificulta la negociación para inversionistas europeos, asiáticos o norteamericanos, y complica la integración de las bolsas de Chile, Perú y Colombia. Algunas restricciones horarias respondían a plazos de cierre de reportes que, al revisarse, resultaron postergables sin generar problemas –por lo que cuesta justificar que se sigan usando horarios heredados de los años noventa.

OTROS DESAFÍOS PENDIENTES

El resto de los participantes –entre ellos representantes de inversionistas institucionales, del sector de seguros, del mercado cambiario, del mercado de renta fija, de la academia y de la práctica financiera– coincidió en que las brechas identificadas en la nota son reales, pero interrelacionadas, y planteó una serie de temas complementarios.

Avanzar en la coherencia entre regulación de las AFP y las compañías de seguros

En materia de inversionistas institucionales, se señaló la necesidad de coherencia temporal entre la regulación de AFP y compañías de seguros en especial avanzar en supervisión basada en riesgos para las aseguradoras, contraparte natural del sistema previsional y proveedor relevante de demanda para renta fija. Junto con ello, se identificaron algunas fricciones tributarias específicas: la falta de claridad sobre el tratamiento de posiciones temporales en operaciones repo, y la persistencia de impuestos de timbres y estampillas que distorsionan precios en operaciones internacionales de renta fija.

Desafíos del mercado cambiario

Sobre el mercado cambiario, se destacó el rol dual del NDF –solución y síntoma a la vez de la falta de liquidez de pesos offshore– y se planteó que el desarrollo de un mercado de futuros peso-dólar más profundo, junto con forwards y swaps con entrega física, podría ser una pieza importante de la internacionalización, sin que ello requiera trasladar toda la liquidez offshore. En renta fija se subrayó el problema del “huevo o la gallina”: la dificultad de atraer inversionistas internacionales sin un mercado secundario suficientemente profundo, y la necesidad de una cinta pública y consolidada de precios –al estilo del TRACE estadounidense o experiencias del Reino Unido, Brasil y México–, posible de construir sobre los repositorios de transacciones que ya opera el Banco Central para otros mercados.

Reformas y ciclos políticos

Desde una perspectiva institucional, se planteó la dificultad de sostener una agenda de reformas ejecutable más allá de los ciclos políticos y de autoridades, con prioridades, responsables y seguimiento explícitos, y sin reducirse a un mero “housekeeping” regulatorio. Una experiencia histórica –una transacción con el Gobierno de Uruguay en 2000 que ya enfrentaba las mismas discusiones sobre pagos en pesos que persisten hoy– ilustró la lentitud del proceso, contrastada con el caso mexicano, donde el desarrollo internacional del peso se aceleró tras la crisis del Tequila; se planteó la pregunta de cómo generar ese mismo impulso sin necesidad de una crisis. En la respuesta se recordó que la crisis asiática, si bien relevante, no fue catastrófica para el sistema financiero chileno, lo que probablemente explica por qué otros cambios avanzaron con más cautela. En este marco, se sugirió que una meta país concreta –como la plena convertibilidad del peso, al estilo de la aspiración de Corea del Sur a mercado avanzado, o el ejemplo del hidrógeno verde en otro ámbito– podría ordenar la agenda pendiente.

Visión multidimensional y el valor para el país

También se destacó una visión multidimensional del problema: el mercado cambiario, la renta fija, los repos, la custodia, la tributación, los horarios, la infraestructura, los inversionistas institucionales y la transparencia están interconectados, de modo que el eslabón más débil condiciona al conjunto; se planteó revisar conceptos heredados del mercado cambiario formal y dotar a las instituciones de un mandato más explícito de desarrollo de mercado –con la precisión de que la legislación de la CMF ya incorpora, al menos en parte, ese objetivo–, además de construir un relato que explique por qué esta agenda beneficia al país.



El Centro Futuros Empresariales (CeFE) es la plataforma de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez que desarrolla análisis estratégico e investigación aplicada para anticipar los cambios que transforman el crecimiento económico, las industrias y el management empresarial. El Centro nace en 2024 como un espacio que conecta la excelencia académica de la UAI con los desafíos que enfrenta el sector empresarial y productivo, reforzando el rol de la Escuela en investigación y en la formación de líderes de negocios para Chile y América Latina, con una visión integral del aporte de la empresa al desarrollo de la sociedad.

Desarrollamos investigación rigurosa y relevante para la toma de decisiones, orientada a ofrecer análisis claros y aplicados para el desarrollo empresarial y la regulación, que permiten comprender y gestionar las transformaciones del entorno económico.

Centro Futuros Empresariales



cefe.uai.cl