

V. MERCADO DE CAPITALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

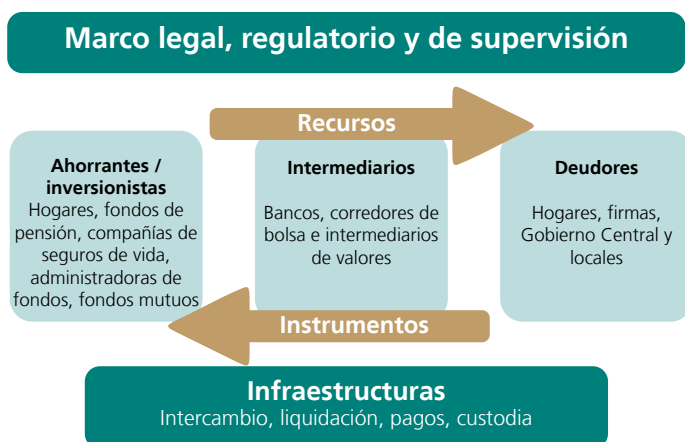
En las últimas décadas, el proceso de desarrollo del mercado de capitales chileno ha combinado el fortalecimiento del mercado doméstico con una apertura financiera gradual, en un marco de políticas macroeconómicas sólido —metas de inflación, flexibilidad cambiaria y disciplina fiscal— y de una regulación y supervisión orientadas a preservar la eficiencia y solvencia del sistema financiero. Este proceso se ha materializado en una secuencia de iniciativas de modernización y apertura al mundo. A su vez, permitiendo al mercado de capitales cumplir un rol creciente en la asignación de recursos, la diversificación de riesgos y la absorción de perturbaciones externas e internas. Este capítulo enfatiza que, si bien un mercado de capitales integrado y desarrollado constituye un objetivo en sí mismo, también tiene implicancias relevantes para la estabilidad financiera. En particular, se identifican diversos canales a través de los cuales un mercado más profundo y líquido contribuye a mitigar riesgos sistémicos, absorber perturbaciones externas y facilitar la gestión de riesgo de los agentes. Se presentan algunas ilustraciones de esta relación, y se discuten los principales desafíos y perspectivas que enfrenta el mercado de capitales chileno en su proceso de consolidación y modernización.

EL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de capitales comprende el conjunto de transacciones e instituciones que canalizan recursos entre ahorrantes y deudores, y facilitan la redistribución de riesgos entre agentes mediante instrumentos como bonos, acciones y derivados. Este mercado se organiza en dos segmentos principales; un mercado primario, donde los emisores —soberano, corporativo y banca— colocan nuevos instrumentos a ser adquiridos por inversionistas institucionales, minoristas, residentes y no residentes; y un mercado secundario, en el que los títulos previamente emitidos se negocian entre inversionistas, aportando liquidez y facilitando la formación de precios para futuras emisiones. Su funcionamiento descansa en intermediarios e infraestructuras —plataformas de negociación, cámaras de compensación y depositarios de valores, bajo un marco legal y regulatorio orientado a promover la eficiencia, transparencia, acceso y reducción de riesgos sistémicos (figura V.1).

FIGURA V.1 El mercado de capitales involucra transacciones e instituciones que canalizan recursos y redistribuyen riesgos.

CARACTERIZACIÓN CONCEPTUAL DEL MERCADO DE CAPITALES



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1 En comparación internacional, Chile se sitúa entre pares regionales y economías avanzadas, con buena profundidad y acceso, aunque con menor eficiencia relativa.

ÍNDICES DE DESARROLLO DE MERCADOS FINANCIEROS (FDI-FMI): CHILE VS. BENCHMARKS (1)

Chile		Benchmarks			
		Mediana esperada (2)	Pares regionales	Economías avanzadas, pequeñas y abiertas	Economías avanzadas
Profundidad	43	16	6	73	64
Acceso	47	31	3	73	69
Eficiencia	27	24	3	45	75

(1) Los índices de profundidad, acceso y eficiencia son un subconjunto del *Financial Development Index* (FDI, [FMI](#)), normalizados en escala 0-100 (100 corresponde a mayor desarrollo), consideran el mercado accionario y de bonos soberanos, bancarios y corporativos. La tabla reporta valores a 2021 (último dato disponible). Para mayor detalle de los grupos de países que componen los *benchmarks* ver set de gráficos. (2) La mediana esperada es el valor predicho por una regresión de cuantiles con efectos fijos por año y un conjunto de variables idiosincráticas.

Fuente: Basado en [Beck et al. \(2008\)](#), [Cihák et al. \(2012\)](#), [Sahay et al. \(2015\)](#), [Svirydzenka \(2016\)](#).

DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES: MÉTRICAS Y TENDENCIAS

El desarrollo del mercado de capitales es un concepto que abarca distintas dimensiones. En la literatura, se suele caracterizar a través de tres: profundidad, acceso y eficiencia. La profundidad se asocia al tamaño relativo de los instrumentos emitidos y transados en relación con el tamaño de la economía, y se interpreta como una mayor capacidad para canalizar ahorro y diversificar riesgos; al mismo tiempo puede reflejar un mayor endeudamiento. El acceso alude a la posibilidad de distintos agentes de participar como emisores e inversionistas; y la eficiencia, a la facilidad con que se canaliza financiamiento hacia los usos más productivos, a costos competitivos y con adecuada liquidez.

En perspectiva internacional, Chile muestra un desarrollo intermedio del mercado de capitales. La metodología utilizada por el FMI y el Banco Mundial ([Beck et al., 2008](#); [Cihák et al., 2012](#); [Svirydzenka, 2016](#); [Sahay et al., 2015](#)) permite realizar comparaciones internacionales del grado de desarrollo financiero en las tres dimensiones antes mencionadas. Con la última información disponible (2021), Chile se ubica sistemáticamente por encima de sus pares regionales y de su mediana esperada en profundidad, acceso y eficiencia, pero se mantiene por debajo de economías avanzadas pequeñas y abiertas, y economías avanzadas en general; en especial, en la dimensión de eficiencia (tabla V.1).

En los últimos 15 años, el tamaño y la actividad del mercado de renta fija han aumentado de forma sostenida, aunque con un retroceso transitorio en 2020. El *stock* de bonos soberanos, bancarios y corporativos muestra una tendencia ascendente acompañada por mayores volúmenes transados en el mercado secundario. Tras los retiros de fondos previsionales, los volúmenes transados en el mercado de renta fija disminuyeron sustancialmente ([Capítulo I, IEF Segundo Semestre 2023](#) y gráfico V.1A). Más recientemente, ambos indicadores retoman una senda de normalización: el *stock* continúa expandiéndose y los montos transados muestran una recuperación desde los mínimos post-2020, aunque todavía por debajo de los niveles previos. En contraste, en el mercado accionario la profundidad se ha reducido y se estabiliza en niveles inferiores: la capitalización bursátil y los montos transados como porcentaje del PIB registran caídas en los últimos años y una estabilización reciente por debajo de los máximos observados en el período (gráfico V.1B).

La eficiencia operativa permanece contenida, con liquidez y niveles acotados de rotación. En renta fija (gráfico V.1A), la rotación del mercado secundario —monto transado como porcentaje del *stock* vigente de bonos— registró una contracción pronunciada en 2020, y aunque muestra cierta recuperación en lo más reciente, aún no alcanza niveles de la década pasada. En renta variable (gráfico V.1B), la rotación —monto transado en relación con la capitalización bursátil— se mantiene históricamente contenida en niveles bajo 20%, mientras que la rotación bursátil para la mediana de economías avanzadas y avanzadas pequeñas y abiertas supera el 50% en 2021. En Chile, se observan repuntes puntuales de la rotación sobre una base de capitalización menor, mientras que los montos transados sobre PIB se mantienen contenidos, sin una tendencia de recuperación persistente.

GRÁFICO V.1A La actividad en mercado de renta fija ha crecido sostenidamente, aunque sufrió un retroceso en 2020.

INDICADORES DEL MERCADO DE RENTA FIJA (2009-2024)(1)

(porcentaje)

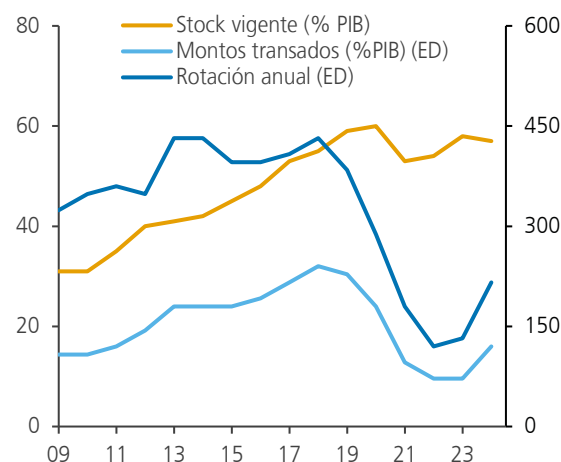
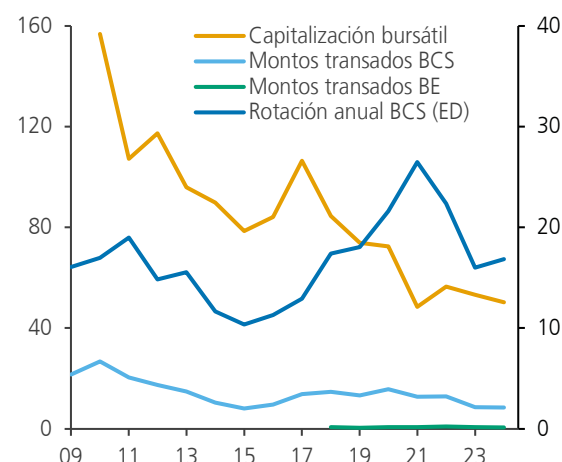


GRÁFICO V.1B La capitalización bursátil y el volumen transado retroceden y se estabilizan por debajo de los máximos previos

INDICADORES DEL MERCADO ACCIONARIO (2009-2024)(2)

(porcentaje del PIB, porcentaje)



(1) El stock vigente corresponde al valor nominal de los bonos soberanos, bancarios y corporativos, tanto en pesos como en UF. Los montos transados corresponden a la suma del valor de mercado de las transacciones en un año en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el mercado OTC. La rotación se calcula como el cociente entre los montos transados y el stock vigente. (2) La capitalización bursátil corresponde al valor de mercado de las acciones listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Electrónica (BE). Los montos transados de acciones corresponden a la suma anual del valor de mercado de las transacciones. La rotación se calcula como el cociente entre los montos transados en BCS y la capitalización bursátil.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV, LVA Índices y World Federation of Exchanges.

GRÁFICO V.2 La emisión neta de bonos corporativos ha crecido, especialmente hasta principios de los 2000.

EMISIÓN NETA ACUMULADA DE BONOS Y ACCIONES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN CHILE (1)

(porcentaje del PIB)

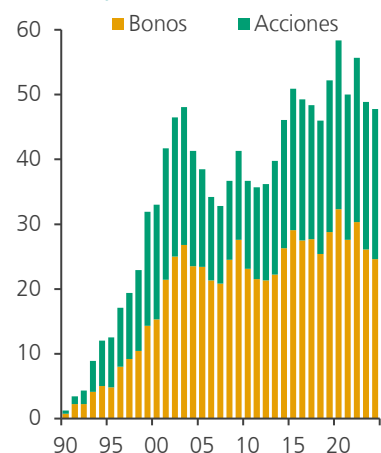


GRÁFICO V.3 No residentes han ido aumentando su participación en mercado de deuda local.

PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN MERCADO DE RENTA FIJA LOCAL (2)

(porcentaje del total por instrumento)

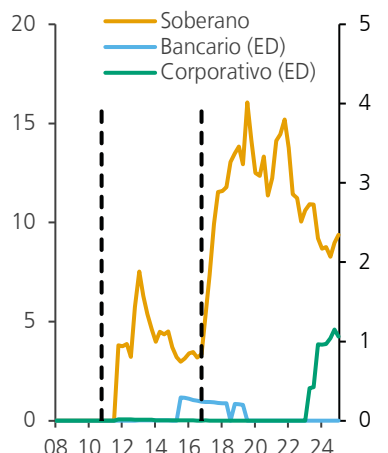
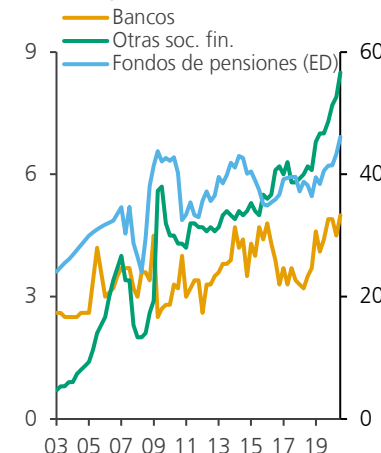


GRÁFICO V.4 Inversiones de instituciones locales en exterior también han crecido sostenidamente.

PROPORCIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS EN TOTAL DE ACTIVOS POR TIPO DE INSTITUCIÓN (3)

(porcentaje)



(1) Corresponde a la suma acumulada de nuevas emisiones, neta de vencimientos a partir de 1990. (2) Las líneas punteadas corresponden al inicio de operaciones en Chile de Euroclear en 2011 y a cambios tributarios y cambiarios en 2016-17. (3) Otras soc. fin.: Otras sociedades financieras, incluye compañías de seguros, fondos mutuos y otros intermediarios y auxiliares financieros. Fuente: Banco Central de Chile en base a [Meh y Schmukler \(2025\)](#), LSEG-Refinitiv y DCV

Además de las métricas tradicionales, una medida complementaria para evaluar la contribución del mercado de capitales al financiamiento corporativo es la emisión neta acumulada de bonos y acciones de empresas no financieras ([Meh y Schmukler, 2025](#)). El gráfico V.2 muestra este cálculo para Chile acumulando emisiones netas desde 1990 —lo que implica que este es un año de referencia para interpretar el gráfico. Cabe destacar que en dicho año el mercado accionario ya se encontraba medianamente desarrollado, en contraste con el mercado de bonos. Desde entonces, este indicador muestra una tendencia ascendente con un primer máximo hacia 2003 (cerca de 50% del PIB), nuevos incrementos en 2009 y un nivel cercano a 60% en 2020. En promedio, durante el período 2010-2024, la emisión neta acumulada alcanzó 47% del PIB. En comparación internacional con el período 2010-2022 —último dato disponible, [Meh y Schmukler \(2025\)](#)—, Chile se ubica por encima del promedio de economías de ingreso medio (17%) y levemente por encima del de economías avanzadas (43%), confirmando un período de profundización importante del mercado de capitales.

Dentro de otros indicadores que miden desarrollo financiero más general, se considera la profundidad de las instituciones. En Chile, los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguro, siguen siendo un elemento distintivo del sistema chileno frente a la región, incluso después de los retiros previsionales. Los fondos de pensiones, en particular, permanecen como los principales inversionistas en el mercado de bonos de largo plazo, pese a que sus activos administrados se redujeron de cerca de 80% del PIB a 60% tras los retiros. Las compañías de seguros mantienen carteras de mayor duración promedio, pero su participación relativa en estos mercados es acotada ([Opazo et al., 2015](#)). Los fondos mutuos, por su parte, se han mantenido en torno a 20% PIB en los últimos años, con una presencia más concentrada en los instrumentos de corto plazo.

En cuanto a integración financiera, el mercado de capitales chileno ha mostrado una tendencia sostenida hacia mayor apertura desde principios de los 2000. En términos de facto, la posición efectiva de activos y pasivos con el exterior muestra una creciente integración. La participación de inversionistas no residentes en la deuda soberana local aumentó hasta alcanzar niveles cercanos al 20% antes de la pandemia, aunque su participación en deuda corporativa y bancaria local sigue siendo limitada (gráfico V.3). Por el lado de activos en el exterior, los fondos de pensiones y las compañías de seguros mantienen una creciente proporción de activos externos (gráfico V.4), lo que les permite acceder a portafolios más diversificados —reduciendo exposición a riesgo idiosincrático, y potencialmente mayores retornos ajustados por riesgo ([Didier et al., 2013](#)). En efecto, la apertura financiera chilena es bidireccional: el ahorro externo cofinancia inversión local y, a la vez, parte del ahorro interno se invierte en el exterior. Esta integración además ha contribuido al dinamismo del mercado de coberturas cambiarias (Recuadro V.I).

DESARROLLOS DE POLÍTICA PARA EL FORTALECIMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES

El estado actual de desarrollo del mercado de capitales chileno ha estado guiado por un proceso continuo de iniciativas, que se extiende desde inicios de la década de 1980 hasta la actualidad. Su avance se ha estructurado en torno a dos ejes complementarios: el fortalecimiento del mercado doméstico y una progresiva integración financiera al resto del mundo.

El fortalecimiento del mercado doméstico requiere, en primer lugar, un conjunto de condiciones previas que incluyen la estabilidad macroeconómica, calidad del marco legal e institucional, y un marco regulatorio robusto y eficiente. La primera de estas condiciones permite la existencia de proyectos y contratos de largo plazo ([Levine, 2005](#)) —la que en Chile se apoya sobre la autonomía del Banco Central, el régimen de metas de inflación, una política fiscal responsable y la flotación cambiaria. La solidez y estabilidad del marco legal permite resguardar los derechos de acreedores y accionistas ([La Porta et al., 1997, 1998, 2013](#)). Finalmente, un buen marco regulatorio asegura estabilidad y solvencia del sistema financiero, favoreciendo el desarrollo de la banca e inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras y AGF, entre otros) con horizontes de inversión largos, que provean demanda estable por activos ([CGFS, 2007](#); [Cihák et al., 2012](#); [De la Torre et al., 2007](#); [Berstein y Marcel, 2019](#)).

La integración financiera, que es parte de una orientación más general de apertura económica e institucional del país, ha avanzado en consonancia con el desarrollo local. La integración financiera puede contribuir a ampliar fuentes de financiamiento y la base de inversionistas, así como a la profundización del mercado local mejorando la eficiencia y los estándares de gobernanza ([Bekaert et al. 2005](#); [Klein y Olivei 2008](#)). Sin embargo, mayor integración financiera también conlleva exposición a riesgos externos —volatilidad de flujos de capital, contagio, descalses, entre otros— que son más prevalentes en economías con marcos institucionales y de supervisión débiles, y mercados financieros domésticos poco desarrollados. Así, los beneficios de la integración financiera podrían no observarse en países con bajo desarrollo financiero doméstico ([Edwards 2001](#); [Klein y Olivei, 2008](#); [Eichengreen, 2019](#)). En este sentido, Chile ha buscado fortalecer su institucionalidad y profundizar y modernizar su mercado financiero para mitigar estas vulnerabilidades y aumentar su capacidad de absorber perturbaciones.

Desde los años ochenta, el marco legal y regulatorio ha evolucionado de manera consistente sobre los mencionados ejes, destacando ciertas reformas fundacionales: los Decretos Ley 3.500 y 3.501 de 1980, que introdujeron el sistema previsional de capitalización individual; la Ley de Mercado de Valores de 1981 que estableció un marco legal para la emisión, e intermediación de valores; la Ley de Sociedades Anónimas del mismo año, que estableció normativa de gobierno corporativo y derechos de accionistas; y la Ley General de Bancos de 1986, que modernizó la regulación bancaria tras la crisis financiera de 1981-1982 ([Cifuentes et al., 2002](#); [Walker y Lefort, 2002](#); [De Gregorio et al., 2000](#); [Berstein y Marcel, 2019](#)).

Varias iniciativas posteriores profundizaron distintos aspectos del mercado doméstico: la creación del Depósito Central de Valores (DCV) en 1993, que modernizó la custodia y liquidación de instrumentos, reduciendo riesgos operativos; la Ley de OPAs en 2000, que fortaleció el gobierno corporativo y la protección de accionistas minoritarios; y las reformas de Mercado de Capitales I, II, III y Bicentenario (2001, 2007 y 2010), que flexibilizaron los regímenes de inversión institucional, promovieron multifondos, ampliaron la oferta de instrumentos, eliminaron restricciones a la inversión extranjera, y fortalecieron la protección al consumidor financiero, favoreciendo un mercado más líquido y competitivo. Más recientemente, en 2019, la Ley 21.130 unificó la supervisión financiera bajo la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y elevó los requisitos de capital bancario e incorporó herramientas prudenciales; en 2023, la Ley Fintech y la Ley de Resiliencia modernizaron la regulación de servicios digitales y la infraestructura crítica de pagos; y en 2025, se acordó una reforma previsional que refuerza la capitalización individual y el ahorro doméstico.

En paralelo, Chile avanzó en integración financiera mediante reformas que ampliaron la inversión internacional de los fondos de pensiones y eliminaron restricciones a los flujos externos. La Ley 19.301 (1994) permitió a las AFP invertir en activos internacionales, mientras que los encajes no remunerados sobre créditos externos se redujeron hasta llegar a 0% en 1998 y fueron eliminados en 2001 ([De Gregorio et al., 2000](#); [Le Fort y Lehmann, 2004](#)). Posteriormente, la Ley 20.255 (2008) elevó los límites de inversión extranjera para fondos de pensiones, y estableció un marco normativo para derivados cambiarios, fortaleciendo la gestión de riesgos. Un hito posterior importante fue el inicio de operaciones en Chile de *Euroclear Bank* en 2011 y posteriores cambios en la legislación tributaria y la normativa cambiaria entre 2016 y 2017, que facilitaron la emisión de bonos “euroclearizables” y la operación de custodios internacionales en el país, lo que a su vez se tradujo en un incremento sustancial de la tenencia de esos instrumentos por parte de no residentes (gráfico V.3; [Capítulo IV, IEF Primer Semestre 2017](#)). En lo más reciente, el SII y la CMF removieron las últimas fricciones regulatorias para que no residentes puedan realizar operaciones financieras locales en pesos chilenos. Bajo la Ley de Resiliencia se introdujeron modificaciones legales que permiten a instituciones financieras extranjeras acceder a RUT simplificado y la sustitución del pagaré requerido para suscripción de sobregiros pactados en cuentas corrientes ([Capítulo IV, IEF Primer Semestre 2025](#)).

RELEVANCIA DEL DESARROLLO DE MERCADO DE CAPITALES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Un mercado de capitales desarrollado e integrado, apoyado en una adecuada institucionalidad y marco regulatorio, puede contribuir a la mitigación de los efectos de *shocks* domésticos y externos en el sistema financiero, así como a la tarea de gestión de estos riesgos por parte de distintos agentes de la economía. Esto puede ocurrir a través de diversos canales: (i) mercados más profundos y líquidos facilitan la formación eficiente de precios y la generación de información coherente con el riesgo de los activos; (ii) la diversificación de fuentes de financiamiento —entre banca y mercado, y entre origen local y externo— reduce el riesgo de renovación o postergación de proyectos; (iii) una base de inversionistas más amplia aumenta la capacidad de absorción frente a *shocks*, tanto internos como externos; (iv) mayor integración, en forma de ahorro doméstico invertido en el exterior, permite a ciertos agentes, como inversionistas institucionales, repatriar recursos en momentos de tensión; (v) una mayor profundidad y liquidez reducen las primas por liquidez y el riesgo de refinanciamiento; (vi) finalmente, el desarrollo de un mercado de coberturas estabiliza los flujos de caja y permite una gestión y diversificación más eficiente del riesgo idiosincrático.

A continuación, se elaboran en más detalle los canales (ii), (iii) y (iv), con tres ejercicios ilustrativos, mientras que el canal (vi) se desarrolla en el Recuadro V.1.

Primero, un mercado de capitales desarrollado e integrado amplía las opciones de financiamiento disponibles, y reduce la dependencia a una fuente particular. Esto permite amortiguar perturbaciones que afecten a un segmento y origen específico de recursos ([Adrian et al., 2013](#); [Crouzet, 2018](#)). La literatura relacionada destaca que los sistemas financieros basados exclusivamente en banca o en mercados enfrentan limitaciones: mientras la banca facilita relaciones de largo plazo y estabilidad en contextos de incertidumbre, los mercados permiten diversificar riesgos y acceder a financiamiento de mayor plazo o menores costos ([Demirgüç-Kunt y Levine, 2001](#); [Allen y Gale, 2001](#); [Levine, 2002](#)). En consecuencia, sistemas mixtos, donde ambos canales coexisten, exhibirían mayor capacidad de ajuste ante perturbaciones ([Bats y Houben, 2020](#); [Aldasoro et al., 2023](#)). Chile constituye precisamente un sistema de este tipo. La estructura de financiamiento corporativo combina crédito bancario, emisiones locales de bonos y deuda internacional, aunque las proporciones varían en función del tipo de firma y no todas las firmas pueden acceder a todo tipo de financiamiento (gráfico V.5).

En perspectiva comparada, Chile se ubica entre las economías con participación media en la proporción de uso de financiamiento de mercado en el crédito total. Esta proporción aumentó levemente desde 2015 y oscila en torno al 28% en 2025 (20% excluyendo sector minería), bajo países como EE.UU. pero sobre varios países de Europa (gráfico V.6). Esto refleja la capacidad de las empresas —al menos las más grandes— para combinar financiamiento bancario y de mercado en su estructura de financiamiento.

Un margen adicional de diversificación de las fuentes de financiamiento es el origen del mismo. En los últimos años, a nivel agregado, se observa una mayor proporción de financiamiento externo en las empresas no financieras, junto con una estabilización del crédito doméstico ([Okuda, 2025](#)). En particular, tras los retiros de fondos de pensiones en 2020-2021, la proporción de emisión de bonos externos tuvo un repunte importante en 2021, alcanzando cerca del 90% del total de emisiones, en contraste con una proporción de algo menos que 50% el año anterior (gráfico V.7). Esta dinámica es coherente con la idea de sustitución de fuentes de financiamiento, aunque favorecería principalmente a empresas grandes y bien calificadas que acceden a estos mercados, mientras que, para las firmas más pequeñas, la banca sigue siendo la fuente de financiamiento dominante.

Un segundo canal mediante el cual el desarrollo del mercado de capitales contribuye a la estabilidad financiera es la capacidad de reducir la sensibilidad de los precios financieros domésticos frente a perturbaciones globales. Un mercado más profundo y líquido puede absorber de mejor manera *shocks* externos. Una base amplia de inversionistas, mayor diversidad de instrumentos y la disponibilidad de coberturas permiten que los precios reflejen mejor la información y se ajusten sin dislocaciones persistentes. La literatura muestra que los países con mercados más desarrollados exhiben menor sensibilidad a las condiciones externas y recuperaciones más rápidas tras episodios de tensión ([Aqosín y Díaz, 2019](#); [Park y Shin, 2025](#)).

GRÁFICO V.5 Las empresas no bancarias utilizan diferentes fuentes de financiamiento.

DEUDA TOTAL DE EMPRESAS NO BANCARIAS POR TIPO DE DEUDA Y TIPO DE EMPRESA (1)
(porcentaje del PIB)

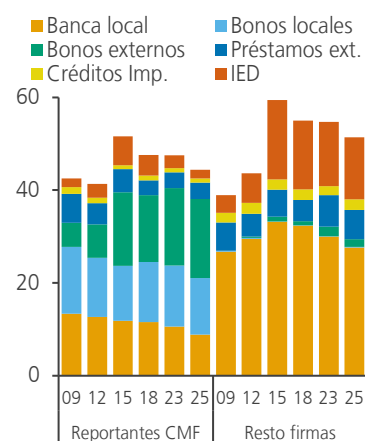


GRÁFICO V.6 El financiamiento corporativo a través de mercado es relevante.

PROPORCIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (2)
(porcentaje)

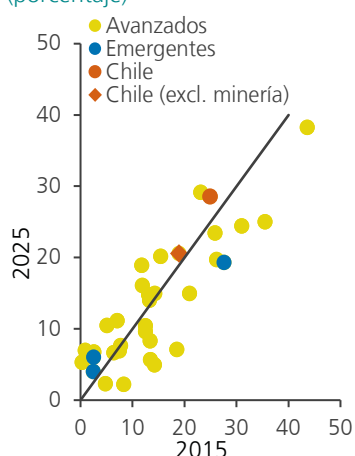
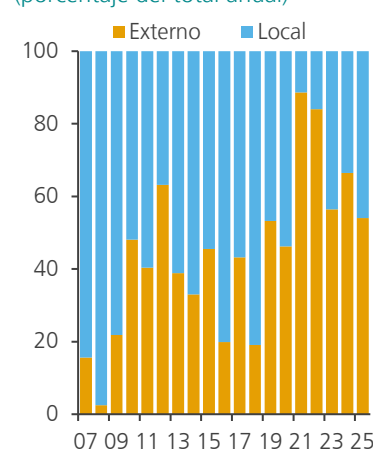


GRÁFICO V.7 La fracción de emisiones de bonos corporativos en mercado externo aumentó en 2021.

EMISIONES BONOS CORPORATIVOS: COMPOSICIÓN LOCAL VS. EXTERNO (3)
(porcentaje del total anual)



(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* no bancario, *leasing* y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. No incluye deuda comercial universitaria. (2) Total financiamiento corporativo incluye crédito e instrumentos de deuda en todas las monedas al sector corporativo no financiero. Comparación al primer trimestre 2015 y 2025. Se utilizan datos cierre 2024 para nueve países que no reportan datos a 2025 al cierre de este informe. (3) Cubre bonos emitidos por corporativos no financieros; excluye securitizados y efectos de comercio.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, BIS, OCDE, BCS, DCV y RiskAmerica.

Por ejemplo, la profundidad del mercado de capitales atenúa la reacción de las tasas soberanas ante perturbaciones globales. Para un panel mensual de economías emergentes y avanzadas, el gráfico V.8 muestra la respuesta de los rendimientos de bonos soberanos a 10 años frente a aumentos severos del Índice de Estrés Financiero Global calculado por la Oficina de Investigación Financiera del Departamento del Tesoro de Estados Unidos (OIF, 2025) y del Índice de Riesgo Geopolítico calculado por Caldara y Iacoviello (2022). Los resultados muestran que este impacto es menor en países con alta profundidad de mercado (definidos como aquellos por sobre el percentil 75 en el índice de profundidad incluido en la tabla V.1) que en aquellos con baja profundidad (bajo el percentil 25 de mismo indicador). Este patrón es consistente para ambos tipos de perturbaciones globales y confirma el rol amortiguador de la profundidad. Este resultado es robusto bajo distintas especificaciones y se puede observar también en otros precios financieros^{1/}.

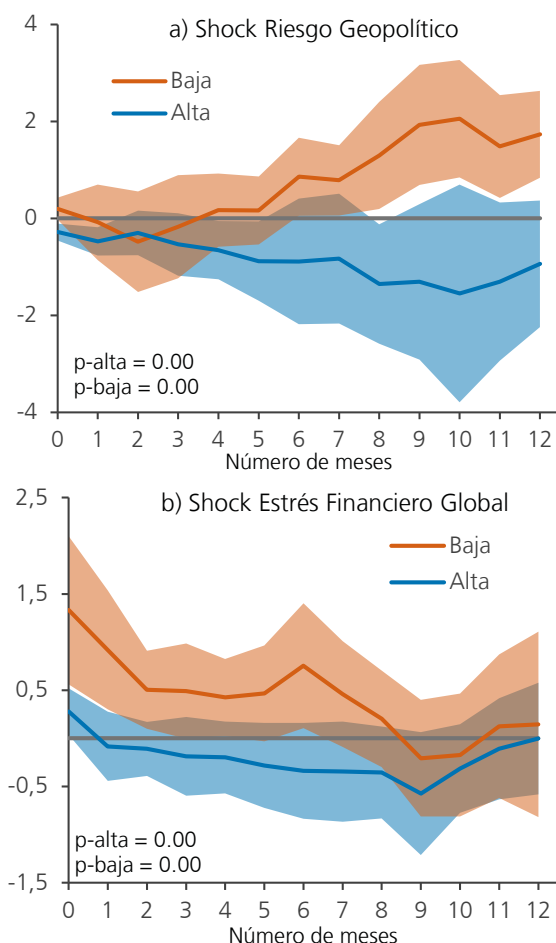
En el plano local, la correlación entre los precios domésticos y *shocks* externos aumentó tras la caída en la profundidad del mercado de capitales posterior a los retiros de fondos de pensiones —con todo, nótese que la ventana considerada, 2021-2025, también puede incluir otros cambios como mayor integración y exposición de la economía. Estimaciones basadas en proyecciones locales con datos diarios comparan la dinámica del tipo de cambio nominal y el Índice de estrés financiero local soberano, calculado por el BCCh, ante un *shock* severo del índice de estrés financiero global (OIF, 2025), mostrando que las reacciones son más intensas y persistentes en el período denominado de baja profundidad de mercado (gráfico V.9)^{2/}. Este resultado es coherente con la menor tenencia de activos por parte de inversionistas institucionales y con la reducción de montos transados en el mercado de renta fija con posterioridad a la materialización de los retiros previsionales (gráfico V.1A).

^{1/} Las estimaciones controlan por medidas alternativas de integración financiera. Los resultados son consistentes entre medidas alternativas de desarrollo, incluyendo la participación de inversionistas institucionales en el financiamiento corporativo.

^{2/} Resultados similares se obtienen para los *spreads on-shore* a diferentes plazos, el *spread* de bonos corporativos y medidas alternativas de estrés financiero local. Para más detalles ver nota técnica Carvajal et al. (2025).

GRÁFICO V.8 Países con mercados de capitales más desarrollados muestran menor sensibilidad en tasas soberanas a shocks externos.

RESPUESTA DE LAS TASAS SOBERANAS A SHOCKS EXTERNOS POR PROFUNDIDAD DE MERCADOS (*)
(porcentaje acumulado según número de meses)

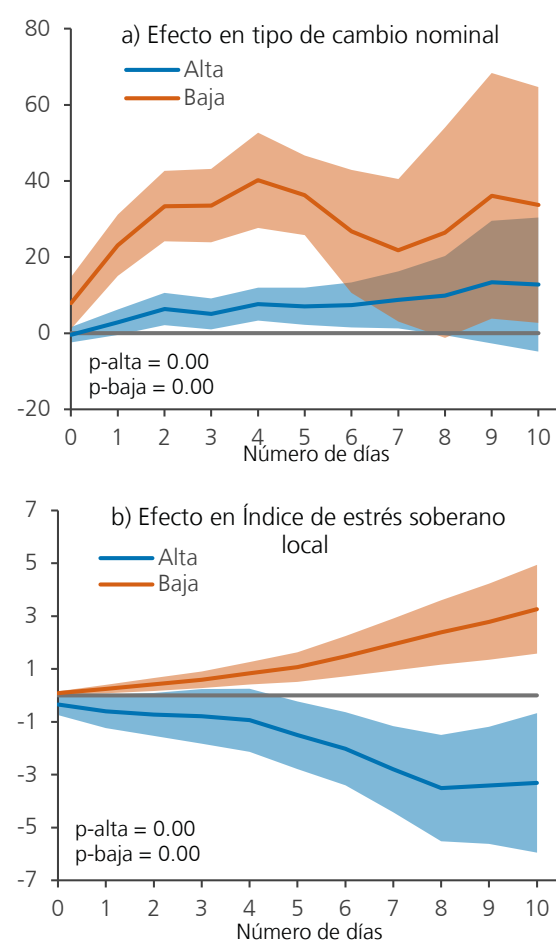


(*) Evalúa el impacto de un *shock* de un desvío estándar respecto de la media de los Índices de Riesgo Geopolítico (Caldara y Iacoviello, 2022) (panel a) y de Estrés Financiero Global (OIF, 2025) (panel b) sobre tasas soberanas a 10 años. El gráfico compara la dinámica para economías con profundidad de mercado alta (sobre el percentil 75) y baja (menor al percentil 25) del índice de profundidad de mercado (Sviridzenka, 2016) para una muestra de 54 economías emergentes y avanzadas en período entre enero de 2020 y septiembre de 2024. Los valores p reportan la significancia conjunta de cada función de impulso respuesta. Las bandas corresponden a los intervalos de confianza al 90%.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Carvajal, Jara y Mendoza-Yuseff (2025, nota técnica).

GRÁFICO V.9 Variables financieras locales son más sensibles a shocks externos en lo más reciente.

RESPUESTA DE VARIABLES LOCALES A SHOCK DE ESTRÉS FINANCIERO GLOBAL (*)
(respuesta acumulada según número de días; pesos por dólar y porcentaje)



(*) Evalúa el impacto de un *shock* de un desvío estándar respecto de la media del Índice de Estrés Financiero Global (OIF, 2025), sobre el tipo de cambio nominal peso-dólar (panel a) y el índice de estrés soberano local reportado por el BCCh (panel b). Los valores p representan la significancia conjunta y las bandas, los intervalos de confianza al 90%. Estimaciones incluyen información diaria desde 2000 hasta septiembre de 2025. El gráfico compara la respuesta diferenciada durante periodos de alta (2011-2019) y baja (2021-2025) profundidad del mercado de capitales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Carvajal, Jara y Mendoza-Yuseff (2025, nota técnica).

Un tercer canal mediante el cual el desarrollo local puede contribuir a la estabilidad financiera es a través de la repatriación de capitales cuando el financiamiento externo se vuelve escaso, como en episodios de *risk-off* global. La existencia de inversionistas locales con posiciones significativas en activos externos —por ejemplo, fondos de pensiones u otros institucionales— permite que, ante episodios de estrés, éstos liquiden parte de esas inversiones y las reinviertan en el mercado doméstico, actuando como un amortiguador frente a salidas de capital extranjero^{3/}. Hay varias razones que pueden motivar esta dinámica: primero, inversionistas locales cuentan con mejor información sobre el retorno esperado y riesgo relativo de activos domésticos, ventaja informacional que se acentúa en periodos de alta incertidumbre internacional ([Brennan y Cao, 1997](#); [Tille y van Wincoop, 2008](#); [Van Nieuwerbergh y Veldkamp, 2009](#); [Broner et al., 2013](#)); segundo, por *shocks* de aversión al riesgo donde los agentes perciban que los activos externos son más riesgosos o ilíquidos, o cuando la volatilidad cambiaria mejora el valor relativo de los activos internos ([Milesi-Ferreti y Tille, 2011](#); [Broner et al., 2013](#)); tercero, si la materialización de algún riesgo, por ejemplo soberano, afecta de modo diferente a residentes que extranjeros ([Broner et al., 2010](#)); cuarto, en caso que algún límite regulatorio pueda gatillarse ante cambios abruptos de valoraciones de portafolio que requieran rebalanceo hacia activos domésticos ([Capítulo III del IEF Primer Semestre 2010](#)).

La dinámica de repatriación de activos —y por ende flujos netos más estables— es más frecuente en las economías con mercados de capitales más desarrollados (gráfico V.10), donde existen inversionistas con capacidad de ajustar sus portafolios externos a *shocks* globales ([Forbes y Warnock, 2012](#); [Jara y Cifuentes, 2014](#); [Agosin et al., 2019](#); [Lepers y Mercado, 2021](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)). En estos casos, la magnitud del ahorro doméstico invertido en el exterior en relación con los pasivos con el extranjero determina el potencial de compensación de financiamiento ([Jara y Cifuentes, 2014](#); [Agosin et al., 2019](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)). Por su tamaño, este ahorro suele ser administrado por inversionistas institucionales que agrupan recursos de hogares y firmas ([Abreu et al., 2011](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)), y en el caso chileno, corresponden principalmente a fondos de pensiones (gráfico V.11).

El mecanismo descrito opera en dos márgenes relacionados. Primero, la repatriación de capitales reduce la probabilidad de salidas netas. Segundo, ante una parada súbita de capitales, los efectos sobre el mercado financiero local tienden a ser menores, dado que un mayor tamaño del mercado financiero doméstico permite suavizar el ajuste macroeconómico y sustituir fuentes de financiamiento ([Montañez-Enríquez et al., 2024](#); [Agosin y Díaz, 2023](#); [Avdjiev et al., 2025](#)). Esta mayor estabilidad en flujos netos también puede afectar positivamente la estabilidad de fondeo bancario ([Capítulo III, IEF Segundo Semestre 2008](#); [Podpiera, 2012](#)) y mediante este canal, el crédito bancario. El gráfico V.12 muestra que la contracción del crédito bancario doméstico hacia el sector privado no-financiero, ante una detención repentina de flujos netos, es menor en economías con un alto desarrollo de los mercados financieros domésticos en cuanto a profundidad de los mercados y el tamaño de los activos de los inversionistas institucionales.

Así, el desarrollo del mercado de capitales y su integración al resto del mundo pueden tener implicancias para la estabilidad financiera en diferentes márgenes. Por un lado, mayor integración puede ampliar las fuentes de financiamiento y base de inversionistas disponibles. Por otro lado, un mercado más desarrollado tiene mayor capacidad para absorber *shocks* sin dislocaciones de precios grandes o persistentes. A su vez, un mercado doméstico desarrollado puede ayudar a administrar mejor los riesgos de mayor apertura, por ejemplo mitigando la transmisión de episodios de reversiones repentinas de capitales. Con todo, los ejercicios elaborados más arriba, son solo ejemplos puntuales de una conexión más amplia y entramada entre desarrollo, apertura y estabilidad financiera.

^{3/} Esto, sin perjuicio de que, simultáneamente la política fiscal contracíclica pueda estar realizando también una repatriación de ahorros externos, en la medida que estos se encuentren disponibles, por ejemplo, a través de retiros de Fondos Soberanos.

GRÁFICO V.10 La volatilidad de los flujos netos de capitales es menor en economías desarrolladas.

VOLATILIDAD DE FLUJOS NETOS DE CAPITALES Y NIVEL DE DESARROLLO MERCADO DE CAPITALES SEGÚN TIPO DE PAÍS (1)
(porcentaje)

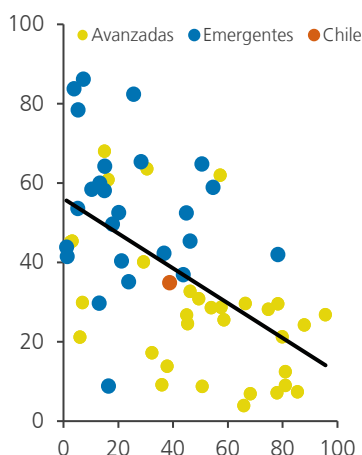


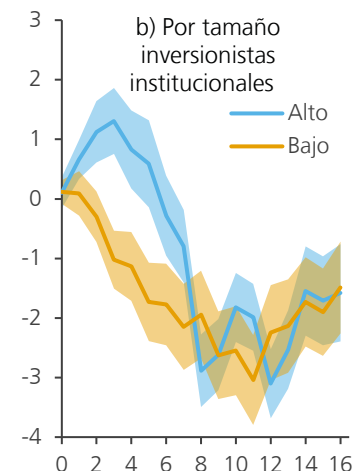
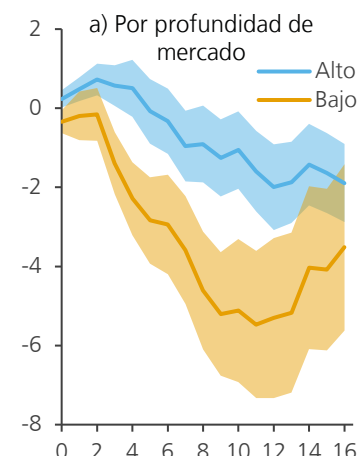
GRÁFICO V.11 Chile destaca en las tenencias de activos externos en términos comparados

TAMAÑO Y PROPORCIÓN DE TENENCIA DE ACTIVOS EXTERNOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR TIPO DE PAÍS (2)
(porcentaje del PIB, porcentaje del total)



GRÁFICO V.12 La contracción del crédito ante detención súbita de capitales es menor en mercados desarrollados

DINÁMICA CRÉDITO BANCARIO DOMÉSTICO EN EPISODIOS DE DETENCIÓN REPENTINA DE CAPITALES NETOS, POR NIVEL DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES (3)
(cambio porcentual acumulado)



(1) La volatilidad de los flujos de capitales corresponde a la razón entre la desviación estándar de los flujos netos sobre la suma de los flujos brutos de entrada y de salida, en porcentaje. El nivel de desarrollo del mercado financiero se mide con el índice de profundidad utilizado en la tabla V.1. (2) Activos totales de fondos de pensiones (porcentaje del PIB) e inversiones en emisores no residentes (porcentaje del total de activos administrados). Chile se muestra individualmente; los grupos reportan su mediana. La cobertura corresponde a último dato disponible (principalmente 2021). (3) Panel (a): profundidad de mercado de capitales según [Sviridzenka \(2016\)](#), y Panel (b): tamaño inversionistas institucionales medido como activos administrados (% PIB); nivel alto (bajo) es valores sobre (bajo) el p75. Áreas corresponden a un IC de 95%. Detención repentina es variable binaria que indica eventos de caída de flujos de capitales netos de más de dos desvíos estándar respecto al promedio de los últimos 5 años. Eje horizontal en trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI y OCDE.

PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS

El desarrollo del mercado de capitales en Chile ha sido impulsado por un entorno macroeconómico estable y una serie de reformas orientadas tanto al fortalecimiento doméstico como a una mayor apertura externa. Estas iniciativas han promovido una profundización institucional, mejoras en el marco regulatorio, diversificación de participantes e instrumentos, desarrollo de infraestructuras de mercado y avances en la modernización de la supervisión financiera.

El BCCh no tiene como mandato explícito el desarrollo del mercado de capitales. No obstante, sus políticas han contribuido de modo relevante a su fortalecimiento. La conducción de la política monetaria ha contribuido a un entorno estable y predecible, condición esencial para fomentar decisiones de inversión de largo plazo. Su rol en regulación prudencial y desarrollo de infraestructuras críticas —como sistemas de pagos y liquidación— ha reforzado la confianza de los inversionistas y facilitado la modernización del mercado. Finalmente, en el ámbito de su mandato de estabilidad financiera, el BCCh aporta con monitoreo y evaluación de riesgos sistémicos en su Informe de Estabilidad Financiera, permitiendo alertar de incubación de vulnerabilidades a los agentes, además de desplegar políticas para asegurar la liquidez y funcionamiento del mercado financiero en momentos de tensión financiera. Esta capacidad contribuye a la confianza de participantes en el mercado de capitales, y en último término a su desarrollo.

No obstante, el mercado de capitales chileno aún enfrenta algunos desafíos relevantes, especialmente en materia de liquidez. El mercado secundario de renta fija y el mercado accionario presentan una rotación relativamente baja en comparación internacional, lo que puede traducirse en mayores costos de transacción y una mayor sensibilidad de precios en periodos de tensión.

Actualmente, se están desarrollando múltiples iniciativas que buscan abordar estas limitaciones, y así fortalecer el mercado de capitales. En materia de liquidez, destacan el desarrollo del mercado de repos y el Programa de Formadores de Mercado. El primero busca ampliar los mecanismos de gestión de liquidez de corto plazo mediante el uso de instrumentos de deuda como colateral, lo que contribuiría a reducir el riesgo de crédito y a dinamizar el mercado secundario de deuda. En este contexto, la iniciativa propone alinear la compensación de las operaciones de repos con estándares internacionales, facilitando así su desarrollo. Por su parte, el Programa de Formadores de Mercado, liderado por el Ministerio de Hacienda, busca fortalecer el mercado secundario de renta fija soberana, incrementando su liquidez mediante la participación de intermediarios comprometidos con la provisión constante de precios y volúmenes. Por otro lado, la remoción de restricciones al uso del peso chileno en operaciones transfronterizas busca profundizar y dotar de mayor liquidez al mercado cambiario y de derivados en moneda local, facilitando la participación de inversionistas internacionales.

En paralelo, la CMF y otros actores del sistema están también trabajando o evaluando iniciativas que podrían complementar las medidas anteriores. En particular, para mejorar el acceso al financiamiento de mercado de empresas de menor tamaño, se consideran mecanismos como el *crowdfunding*, fuentes alternativas de financiamiento, la apertura de fondos hacia empresas *smallly mid cap*, y la creación de vehículos de inversión enfocados en sectores subrepresentados en el mercado de capitales. Otras propuestas orientadas a fomentar la competencia y la inclusión incluyen la integración internacional de bolsas en América Latina, el impulso al desarrollo del mercado de securitizaciones y la implementación de la Ley Fintech. Finalmente, durante 2025, la CMF inició talleres de trabajo con la industria orientados a identificar medidas que contribuyan al fortalecimiento del mercado de capitales.

La Reforma de Pensiones recientemente aprobada podría llevar a una profundización del mercado de capitales chileno. Esta reforma implementa una mayor contribución de los cotizantes a las cuentas de capitalización individual que se incrementa gradualmente durante nueve años hasta alcanzar 4,5pp de la remuneración imponible. No obstante, la reforma también contempla cambios relevantes al funcionamiento del sistema de pensiones que deben implementarse considerando sus implicancias para el funcionamiento del mercado de capitales. Entre estos cambios se encuentran la definición de las carteras de referencia de los nuevos fondos generacionales, el nuevo régimen de inversión, los límites aplicables y los procesos de licitación cada dos años. La ley contempla una implementación gradual de estos cambios que, junto con un marco de gobernanza adecuado, permite evitar ajustes abruptos de portafolios que pudieran afectar el funcionamiento del mercado de capitales doméstico.