CAPÍTULO V

MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE: DESARROLLO, GESTIÓN DE RIESGOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA



MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE: DESARROLLO, GESTIÓN DE RIESGOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

El mercado de derivados es una parte integral en un mercado de capitales desarrollado que facilita la gestión de exposiciones y redistribución de riesgos entre agentes con distintos objetivos, contribuyendo a la completitud y al funcionamiento de los mercados financieros. En Chile, este mercado ha crecido de modo importante en los últimos años y es uno de los más profundos de la región. Los principales subyacentes transados son tasas de interés locales y extranjeras, tipo de cambio e inflación. Si bien es un mercado eminentemente extrabursátil, la creación en 2022 del Sistema Integrado de Información de Derivados (SIID-TR) ha contribuido a su transparencia y fortalecido la capacidad de monitoreo. Se trata de un mercado concentrado, donde los bancos locales actúan como intermediarios centrales, con una participación importante de fondos de pensiones y entidades no residentes. Con todo, además del riesgo de cambio en valor de mercado, el uso de derivados también conlleva riesgos propios a su naturaleza contingente: riesgos de renovación, de contraparte y de liquidez. Cuando estos riesgos se materializan para agentes muy grandes, para muchos participantes a la vez, o con una menor capacidad de absorberlos, éstos pueden desencadenar ajustes que afecten a terceros o al funcionamiento de los mercados. El marco regulatorio contribuye a mitigar los principales riesgos: el uso de convenios marco que incluyan cláusulas de garantías iniciales, la *novación* en entidades de contraparte central, la gestión de liquidez asociada al uso de derivados y la mayor transparencia de mercado facilitan la gestión de estos riesgos. Este capítulo contribuye al esfuerzo continuo del Banco para identificar oportunamente riesgos, vulnerabilidades y espacios de mejora en las herramientas de monitoreo y el marco regulatorio, adecuándose a su creciente importancia y complejidad.

ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS CHILENO

El mercado de derivados es una parte integral en un mercado de capitales desarrollado y contribuye a la completitud y al funcionamiento de los mercados financieros. El desarrollo de ambos mercados es complementario: los derivados permiten gestionar riesgos y exposiciones originados tanto en la actividad económica del participante como en otros instrumentos financieros, mientras que un mercado de capitales profundo y líquido proporciona activos subyacentes con precios transparentes (Recuadro V.1, IEF Segundo Semestre 2025; Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021).

GRÁFICO V.1 *Los principales subyacentes por monto nocional vigente son las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación (UF).*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES DE DERIVADOS, POR SUBYACENTE (1)(2)
(miles de millones de dólares)

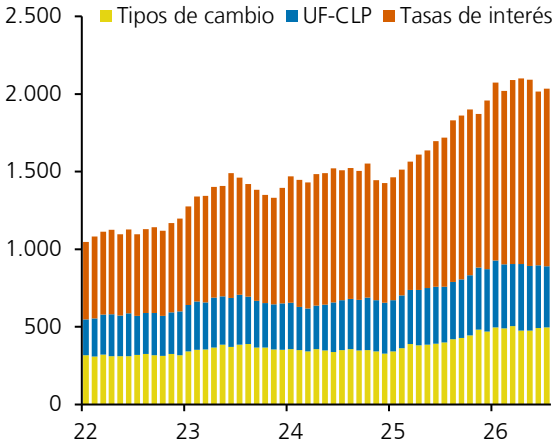


GRÁFICO V.2 *Los principales derivados de tasas de interés son swaps de tasa local nominal, mientras que una cuarta parte del monto nocional vigente son swaps de tasas extranjeras.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES DE DERIVADOS SOBRE TASAS DE INTERÉS, POR TIPO DE TASA (1)
(miles de millones de dólares)

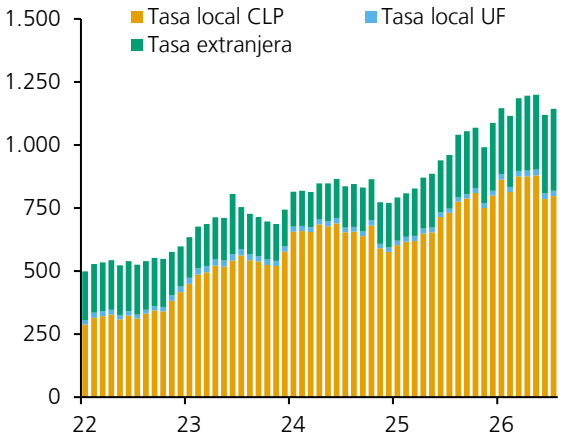


GRÁFICO V.3 *La mitad del monto nocional de derivados cambiarios corresponde a forwards, la quinta parte a swaps puros, y el resto a swaps combinados de monedas y tasas.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES USD-CLP, POR TIPO DE INSTRUMENTO (1)(3)
(miles de millones de dólares)

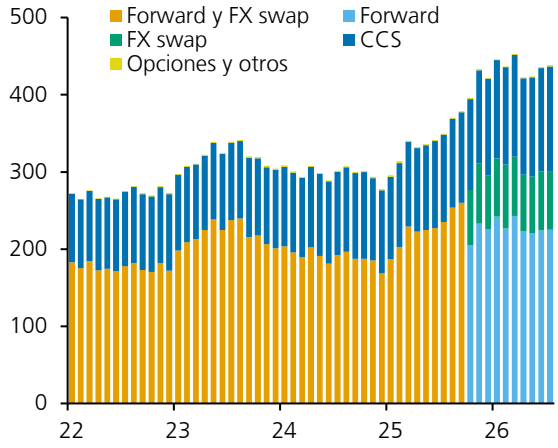
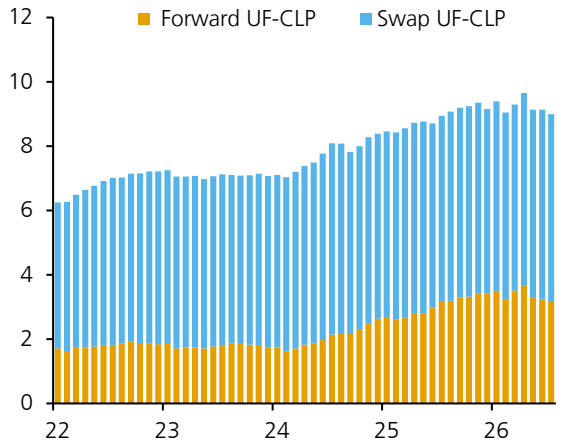


GRÁFICO V.4 *En derivados de inflación, casi dos tercios del nocional vigente son swaps.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES UF-CLP, POR TIPO DE INSTRUMENTO (1)
(miles de millones de UF)



(1) Montos nocionales vigentes reportados por los bancos al cierre de cada mes. (2) Tipo de cambio incluye todos los pares monedas. Inflación incluye todos los instrumentos en UF. Tasas de interés incluye tasas locales y extranjeras (3) Hasta septiembre de 2025, Forward y FX swap representa la suma de los contratos forward y el componente forward de los swaps. CCS: cross-currency swaps.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

Los derivados financieros permiten redistribuir riesgos entre agentes con distintas exposiciones y objetivos, y pueden utilizarse tanto para cubrir riesgos como para tomar posiciones de inversión. Los derivados permiten trasladar el riesgo subyacente desde aquellos agentes que buscan cobertura hacia quienes tienen la necesidad opuesta o buscan una posición de inversión: por ejemplo, un importador que enfrente ingresos en pesos y pagos en dólares en el futuro, puede reducir su exposición al tipo de cambio adquiriendo un *forward* dólar-peso (Cowan *et al.*, 2005; Alfaro *et al.*, 2021). De igual forma, una empresa endeudada a una tasa variable puede cubrir el riesgo de incremento de tasas mediante un *swap* de tasa variable por tasa fija. El riesgo puede ser adquirido por un agente con la exposición contraria (por ejemplo, un exportador con ingresos futuros en dólares y costos en pesos), pero también por inversores financieros que busquen exponerse al riesgo negociado (Jadresic y Selaive, 2005). Además, los derivados pueden ser utilizados por agentes no residentes para implementar de forma sintética estrategias de inversión y fondeo sobre subyacentes locales, especialmente cuando existen fricciones para la participación directa de no residentes en algunos mercados locales (Keller, 2024; De Leo et al., en prensa).

El mercado doméstico de derivados chileno es de tamaño relevante tanto por su escala respecto de la economía chilena como frente a otros mercados internacionales referentes. El mercado de derivados doméstico, también llamado *onshore*, comprende todas las transacciones entre residentes y las operaciones transfronterizas. Estas últimas conectan directamente las hojas de balance de participantes locales con agentes y mercados financieros externos. A diciembre de 2025, el monto nocional total de los contratos de derivados vigentes reportados por el sistema bancario equivalía a 5,5 veces el PIB de ese año (gráfico V.1). Su profundidad también destaca en una comparación internacional: en abril de 2025, el volumen transado en derivados de tasas de interés equivalió a 4,6 veces el PIB, frente a 1 vez en otras economías emergentes y 15,8 veces en un conjunto de economías avanzadas pequeñas y abiertas[1]/. Una parte significativa de la actividad sobre subyacentes chilenos se realiza, sin embargo, fuera del mercado doméstico: el 56% de las operaciones de derivados sobre el peso chileno y el 53% de aquellas sobre tasas de interés chilenas tienen lugar en el denominado mercado *offshore*, entre contrapartes no residentes (Recuadro V.1).

Los montos nocionales vigentes se concentran en derivados de tasas de interés (56%), tipo de cambio (24%) e inflación (19%), aunque la composición de instrumentos específicos y plazos difiere significativamente entre subyacentes. En los últimos dos años, se acentuó la importancia de los derivados de tasas de interés, que crecieron 37% entre julio de 2024 y julio de 2026, y pasaron a representar 56% de los contratos vigentes reportados por el sistema bancario, en consonancia con el aumento global en el volumen de transacciones de este tipo de instrumentos (Ehlers y Todorov, 2025). Los derivados de tipo de cambio crecieron un 42% en el mismo período (gráfico V.1), pasando a representar el 24% de los montos vigentes reportados por la banca. En cuanto a subyacentes específicos, en los derivados de tasas predominan los *swaps* de tasas locales (70%), aunque la participación de los instrumentos de tasas extranjeras aumentó en lo más reciente (gráfico V.2). En cuanto a paridades, cerca del 88% de los derivados cambiarios corresponden al par dólar-peso (Delpiano y Villena, 2024). Más de la mitad de las posiciones vigentes de derivados cambiarios son operaciones *forward*, mientras que el 31% corresponden a *cross-currency swaps*, y el remanente a *swaps* de monedas puros (gráfico V.3). El predominio de los contratos *forward* es una particularidad que el mercado chileno comparte con otros mercados latinoamericanos, a diferencia de lo que ocurre globalmente, donde los *swaps* de monedas son más frecuentes (Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021)[2]/. Ello sugiere que los derivados de tipo de cambio en Chile se utilizan relativamente más para gestionar o tomar exposición cambiaria que para obtener financiamiento temporal en moneda extranjera. Los contratos sobre inflación son mayormente *swaps* peso-UF (65%), mientras que el 35% restante son *forwards* de UF (gráfico V.4). Por otro lado, los plazos de los contratos difieren significativamente entre subyacentes y participantes: los derivados cambiarios se concentran en horizontes cortos, mientras que los derivados de tasas presentan una distribución más amplia (gráficos V.5 a V.10).

[1]/ Agregado para Australia, Canadá, Dinamarca, Israel, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y Suiza. Véase el Recuadro V.1 para una comparación más detallada.

[2]/ La mayor utilización de instrumentos *forward* coincide con una mayor participación de contratos no entregables (NDF), que suponen la mitad del nocional de *forwards* (Delpiano y Carreño, 2026), mientras que globalmente representan el 10% del volumen transado (Borio et al., 2022). Los NDF son especialmente útiles para los no residentes cuando existen restricciones para las operaciones transfronterizas en moneda local, dificultando su entrega física (Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021). En Chile, este tipo de restricción existió hasta 2021, y podría haber sido un factor en el uso mayoritario de NDFs por los no residentes (Recuadro V.1, IEF Segundo Semestre 2020). Su persistencia podría reflejar la liquidez y las convenciones desarrolladas en torno a esta modalidad de contrato. La exposición mediante NDF se instrumenta a través de *forwards*, lo cual podría contribuir a explicar la mayor importancia relativa simultánea de este tipo de contratos y de la modalidad no entregable.

GRÁFICO V.5 *Los Fondos de Pensiones mantienen posiciones cortas en derivados dólar-peso.*
AFP: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (1)(4)
(miles de millones de dólares)

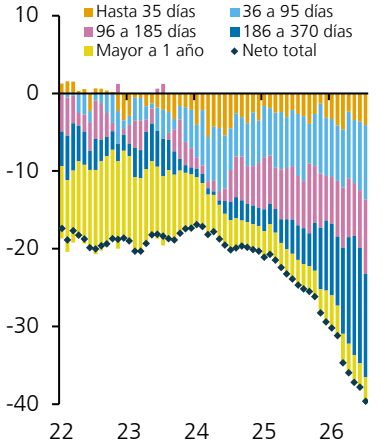


GRÁFICO V.6 *Los No Residentes tienen posiciones netas largas en derivados cambiarios, pero en madureces cortas alternan entre ambos lados del mercado.*
NO RESIDENTES: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO CONTRACTUAL (2)(5)
(miles de millones de dólares)

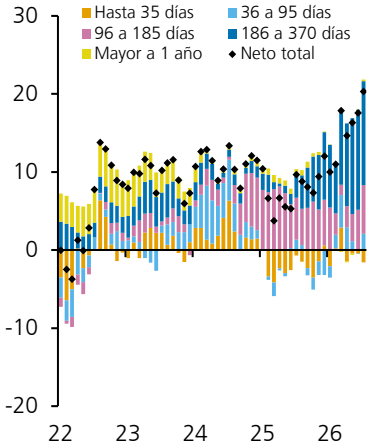


GRÁFICO V.7 *Los Bancos calzan sus posiciones cortas y largas en derivados cambiarios, y las desviaciones se explican casi totalmente por las madureces menores a 90 días.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (1)(6)
(miles de millones de dólares)

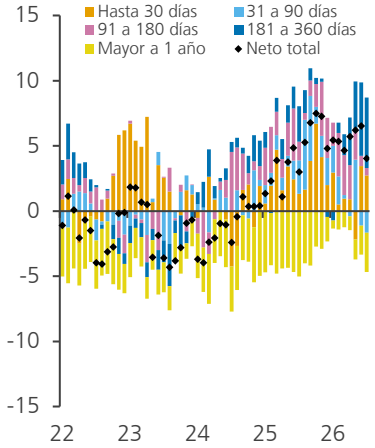


GRÁFICO V.8 *En los últimos años las AFP tomaron posiciones cortas con madureces largas, y largas en plazos cortos, las que se han ido reduciendo.*
AFP: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(4)
(miles de millones de dólares)

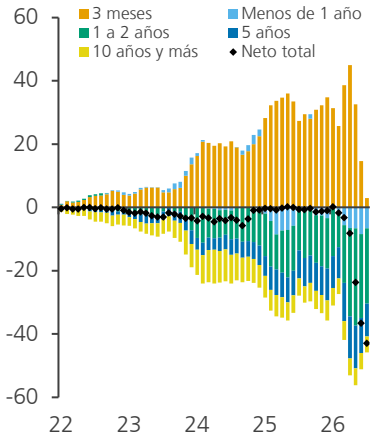


GRÁFICO V.9 *La posición neta de No Residentes en derivados de tasas locales se determina por los tramos de plazos cortos, y varía de signo en el tiempo.*
NO RESIDENTES: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(5)
(miles de millones de dólares)

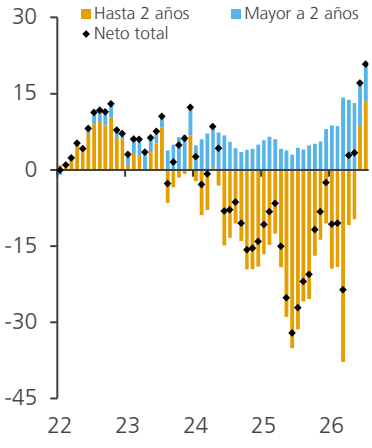
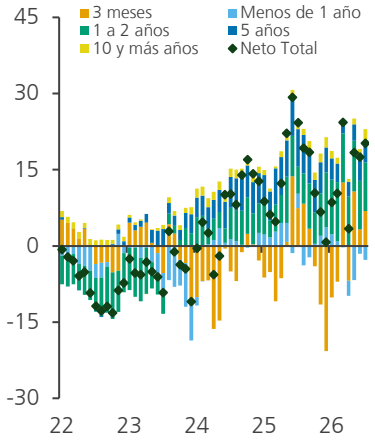


GRÁFICO V.10 *El sector bancario actúa como intermediario en el mercado de derivados de tasas locales, y por lo tanto mantiene una exposición neta acotada.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(6)
(miles de millones de dólares)



(1) Montos nocionales netos vigentes en derivados peso-dólar en cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento. (2) Montos nocionales netos vigentes en forwards no entregables peso-dólar en cada tramo de plazo contratado. (3) Montos nocionales netos vigentes en derivados de tasa local nominal, en cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento. (4) Reportados por las AFP y por los bancos, cuando la contraparte es una AFP, al cierre de cada mes. (5) Reportados por los bancos, cuando la contraparte es no residente, al cierre de cada mes. (6) Reportados por los bancos al cierre de cada mes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

La negociación de derivados en Chile se realiza principalmente en mercados extrabursátiles (OTC), mediante contratos bilaterales o compensados a través de entidades de contraparte central (ECC), cuyo uso varía entre subyacentes y pares de agentes. Para las operaciones bilaterales, el uso de convenios marco de contratación es una práctica fundamental de mercado en la que se establecen los términos y condiciones generales de las transacciones, incluida la definición de eventos de incumplimiento y los procedimientos para gestionarlos mediante la compensación y el cierre ordenado de operaciones (Recuadro IV.2, IEF Primer Semestre 2026). Por su parte, la *novación* en una ECC reduce el riesgo de contraparte y, por tanto, conlleva ventajas regulatorias en algunas jurisdicciones, pero tiene costos fijos de participación, requisitos de colateral y márgenes de variación que demandan liquidez, por lo que su uso depende del balance entre estos costos y beneficios (*Financial Stability Board et al.*, 2018). En Chile, ComDer ofrece servicios de ECC para contratos peso-dólar, peso-UF y SPC sujetos a requisitos de elegibilidad[3]/, los que son utilizados para operaciones interbancarias. Si bien su uso varía entre bancos, en conjunto ha disminuido en el último año: para derivados cambiarios, pasó del 35% de las transacciones en julio de 2025 al 25% en el mismo mes de 2026, mientras que para instrumentos de inflación pasó del 21% al 8% de las transacciones (Delpiano y Carreño, 2026). Para las operaciones transfronterizas, se utilizan también ECC extranjeras, con distinta intensidad según el subyacente: el 67% de los derivados de tasas locales se *nova* en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) (gráfico V.13), mientras que el 95% de las transacciones cambiarias con no residentes se mantiene en forma bilateral[4]/.

Los diferentes participantes utilizan derivados con distintas motivaciones: cobertura de riesgos, inversión o intermediación. Aunque la motivación de una operación individual no es directamente observable, la magnitud, el signo y persistencia de las posiciones netas permiten aproximar la motivación del participante. Agentes que buscan cobertura tenderán a tomar posiciones sistemáticamente a un lado del mercado. Aquellos que sigan una estrategia de inversión tomarán una exposición variable en el tiempo, en función de los determinantes de la rentabilidad de su estrategia. Los intermediarios, en cambio, tenderán a mantener posiciones netas reducidas y una menor exposición direccional a los riesgos subyacentes (Hacioglu Hoke *et al.*, 2024). Factores regulatorios también pueden incidir en el uso de derivados y en la modalidad contractual utilizada (*Financial Stability Board et al.*, 2018; Acosta-Smith *et al.*, 2025).

Los bancos locales son los principales participantes en todos los subyacentes locales y actúan como intermediarios, manteniendo posiciones brutas grandes, pero exposiciones netas reducidas, y conectando participantes con distintas necesidades. La actividad de intermediación de los bancos se refleja en grandes posiciones brutas frente a todos los sectores, y en posiciones netas generalmente pequeñas como porcentaje de la posición bruta (gráficos V.7, V.10 y V11). La excepción es el segmento de derivados de inflación: si bien más del 60% de los nocionales corresponden a operaciones interbancarias, el sector bancario en su conjunto ofrece cobertura al resto de sectores, apoyándose en hojas de balance largas en UF (gráfico V.14). El mismo patrón se observa al examinar el valor de mercado de estas posiciones: aunque su valor nocional bruto puede alcanzar un porcentaje relevante de los activos bancarios, el valor de mercado neto se mantiene consistentemente cercano a cero (gráfico V.15).

Históricamente, los fondos de pensiones han utilizado derivados de moneda para cubrir su exposición cambiaria. Dado que las AFP mantienen una cartera de inversión en activos en el exterior, denominados en moneda extranjera, estos inversionistas institucionales mantienen posiciones cortas en *forwards* dólar-peso, siendo vendedores netos de dólares *forward* (gráfico V.5). En julio de 2026, el valor nocional neto de estas posiciones equivalía al 30% de sus inversiones totales en el extranjero (Delpiano y Carreño, 2026). Esta proporción es similar a la cobertura que mantienen globalmente los fondos de pensiones de otros países (Du y Huber, 2026).

---

[3]/ Las Normas de Funcionamiento de ComDer establecen las combinaciones de subyacentes, modalidades contractuales, monedas de liquidación y madureces máximas admisibles (20 años para *swaps* de tasas y 2 años para el resto de los instrumentos), así como los elementos contractuales mínimos requeridos para su compensación en dicha entidad (véase ComDer Contraparte Central S.A., 2026, Anexo N° 10).

[4]/ El 5% restante utiliza la *London Clearing House* (LCH). Ver además Capítulo II, Informe de Sistemas de Pagos 2026 para una descripción detallada del funcionamiento de Infraestructuras de Mercado Financiero.

GRÁFICO V.11 *Los bancos son los principales participantes del mercado, pero los fondos de pensiones han aumentado significativamente su participación en derivados de tasas de interés.*
NOCIONALES VIGENTES POR SECTOR Y SUBYACENTE (1)
(miles de millones de dólares)

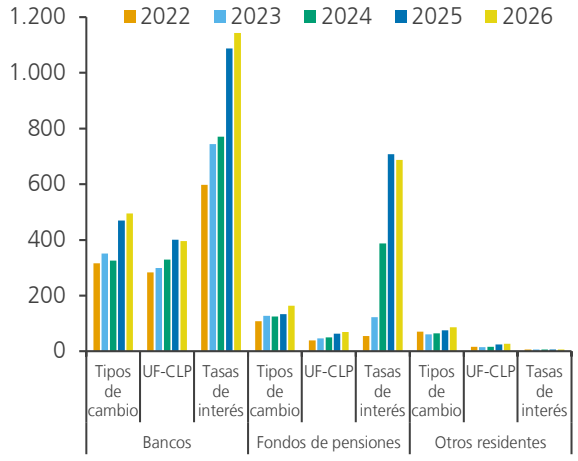


GRÁFICO V.12 *Casi todas las operaciones de No Residentes se realizan con bancos y fondos de pensiones, que desde 2024 son el principal actor en operaciones transfronterizas de tasas de interés extranjeras.*
NOCIONALES VIGENTES DE NO RESIDENTES, POR SECTOR DE CONTRAPARTE LOCAL (2)
(miles de millones de dólares)

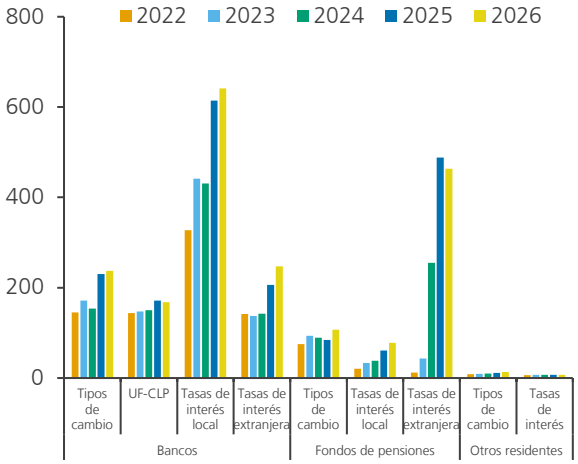


GRÁFICO V.13 *La mayor parte de los contratos de tasas entre Bancos y No Residentes utilizan una cámara de compensación internacional.*
BANCOS: MONTOS TRANSADOS EN SPC CON NO RESIDENTES, POR NOVACIÓN (3)
(miles de millones de pesos)

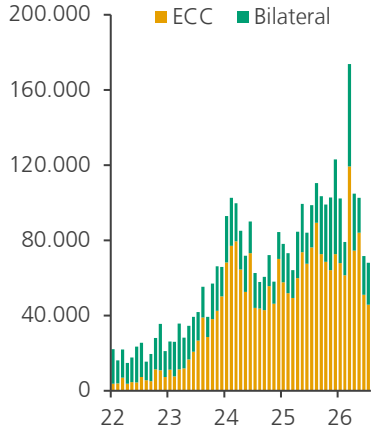


GRÁFICO V.14 *El sector bancario actúa como contraparte natural de otros sectores que buscan cobertura de inflación.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES UF-CLP, POR SECTOR DE CONTRAPARTE (4)
(millones de UF)

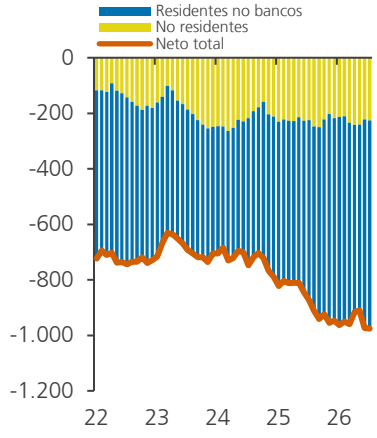
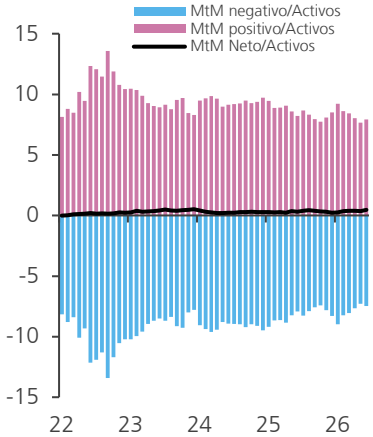


GRÁFICO V.15 *Consistente con su rol de intermediación, las posiciones brutas del sector bancario son grandes, pero su exposición neta es reducida.*
BANCOS: DERIVADOS VIGENTES A VALOR DE MERCADO SOBRE ACTIVOS TOTALES (5)
(porcentaje)



(1) Montos nocionales vigentes totales para cada sector residente con todas sus contrapartes, por tipo de subyacente, al cierre de cada año hasta 2025. El dato de 2026 corresponde al mes de julio. (2) Montos nocionales vigentes totales para cada sector residente con contraparte no residente, por tipo de subyacente, al cierre de cada año hasta 2025. El dato de 2026 corresponde al mes de julio. (3) Montos transados mensualmente entre bancos locales y no residentes por derivados de tasas domésticas mantenidos en forma bilateral y *novados* en la entidad de contraparte central CME. (4) Montos nocionales netos vigentes en derivados peso-UF reportados por los bancos al cierre de cada mes, por sector de contraparte, y monto nocional neto total del sector bancario. (5) Montos totales de derivados con valor de mercado positivo (activos) y negativo (pasivos), y valor de mercado neto como porcentaje de los activos totales para el sector bancario. Incluye todos los subyacentes y contrapartes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

En los últimos años, y especialmente desde 2024, los fondos de pensiones aumentaron sus posiciones de inversión en derivados de tasas de interés tanto locales como extranjeras. El crecimiento ha sido particularmente marcado en *swaps* de tasas extranjeras, superando al sector bancario en montos vigentes en este último segmento (gráfico V.12)[5/]. Hasta abril de 2026, estas posiciones no se reflejaban en los nocionales *netos*, ya que mantenían posiciones pagadoras de tasa variable a largo plazo y receptoras de tasa variable a corto plazo por montos nocionales similares (gráficos V.8 y I.17). No obstante, la diferencia de duración generó una exposición a aumentos en las tasas largas de referencia, visible en la sensibilidad del valor de mercado de la cartera (gráfico V.16). En abril de 2026, la Superintendencia de Pensiones emitió nueva regulación estableciendo límites a la exposición de derivados (LED) junto con un calendario de adecuación gradual hasta noviembre de 2026. Así, la nueva regulación se centra en la exposición ante potenciales variaciones de las tasas de referencia, y no en la posición neta nocional[6/]. En consecuencia, los fondos dejaron de renovar los *swaps* de corto plazo, mientras ajustaron paulatinamente su exposición en los tramos de plazos largos a la nueva normativa.

Las empresas no financieras utilizan derivados para cubrir riesgo cambiario, cuya magnitud depende tanto del descalce de sus balances como de sus flujos de caja en moneda extranjera. En general, los descalces cambiarios en las hojas de balance de las firmas del sector real son reducidos (Capítulo II), principalmente porque las firmas gestionan el calce de sus activos y pasivos en moneda extranjera, y cubren diferencias parcialmente con derivados cambiarios (Albagli *et al.*, 2021). Adicionalmente, las firmas enfrentan riesgo cambiario producto de diferencias en monto y temporalidad de ingresos y pagos en moneda extranjera, especialmente relevante para firmas que participan en el comercio exterior. Estas firmas, en particular las de mayor tamaño, utilizan derivados cambiarios tanto en posiciones cortas como largas, en plazos cortos, coherente con las obligaciones propias del comercio internacional (Alfaro *et al.*, 2021).

Las posiciones de los no residentes son coherentes tanto con fines de cobertura como de inversión: en el segmento cambiario, las de menor madurez son consistentes con estrategias de inversión financiera, mientras que los contratos de mayor madurez lo son con cobertura cambiaria de sus inversiones en Chile. Los participantes no residentes mantienen posiciones relevantes en derivados cambiarios y de tasas locales, principalmente con bancos y fondos de pensiones como contrapartes (gráfico V.12). En el segmento cambiario, estos agentes son compradores netos de dólares en plazos largos, en particular de más de seis meses, coherente con cobertura de inversiones en Chile. En cambio, su posición a menores madureces, especialmente en tramos menores a 95 días, es más volátil, pasando de posiciones netas cortas a largas, en distintos momentos del tiempo (gráfico V.6). Estas posiciones correlacionan mucho más con los incentivos a usar el peso como moneda de inversión (posiciones cortas) o de fondeo (posiciones largas) en estrategias de *carry trade* (Carreño, 2026). Esta motivación de inversión también es visible en el segmento de tasas locales, donde las posiciones de los no residentes han crecido significativamente, especialmente frente a contrapartes bancarias y en plazos menores a 2 años (gráfico V.12), y variando en signo y magnitud a lo largo del tiempo (gráfico V.9).

El mercado de derivados está concentrado en un número reducido de intermediarios, cada uno de los cuales mantiene además una cartera concentrada de contrapartes. La concentración de la intermediación en un número reducido de intermediarios es una característica común de los mercados de derivados (Abad *et al.*, 2016; Adjiev *et al.*, 2025). En el caso chileno, los tres intermediarios más grandes concentran el 70% de los montos nocionales totales en los principales subyacentes (tabla V.1). A su vez, dentro de cada segmento definido por subyacente y contraparte, su participación es mayor al 50% en todos los casos, siendo el mercado interbancario de tasas el menos concentrado (51%), y el cambiario con no residentes uno de los más concentrados (80%). El mismo patrón emerge bajo medidas de concentración alternativas, como el índice de Herfindahl-Hirschman (Benavides *et al.*, 2024). También hay concentración entre las contrapartes de los bancos: por ejemplo, el 39% del monto vigente en derivados dólar-peso con contraparte local corresponde a los 3 participantes locales más grandes. En el segmento dólar-peso transfronterizo, las tres contrapartes no residentes más importantes de los bancos suman el 34% (tabla V.1). Esta estructura configura una red en la que los bancos locales actúan como nodos centrales, conectando a no residentes con empresas y otras entidades financieras locales (figura V.1). Los fondos de pensiones constituyen una excepción relevante, pues mantienen posiciones relevantes tanto con los intermediarios locales como directamente con intermediarios no residentes.

[5/] Una particularidad del segmento de tasas de interés extranjeras es que la mayor parte de las operaciones se hace directamente con no residentes, sin intermediación bancaria local.

[6/] Véase Resolución Exenta N° 549 y Norma de Carácter General N° 362 de la Superintendencia de Pensiones. Dicha norma establece un límite de inversión en derivados (LED) y un límite de razón de cobertura de liquidez (RCL). El LED se define como el cociente entre la exposición máxima esperada por instrumentos derivados bajo condiciones de estrés y el valor total del respectivo fondo. El RCL se calcula por grupos de monedas, y se define como la razón entre los activos líquidos de alta disponibilidad en las respectivas monedas y los requerimientos potenciales de liquidez originados por instrumentos derivados en esas monedas bajo un escenario estresado.

GRÁFICO V.16 *La exposición de los fondos de pensiones a incrementos en las tasas de interés extranjeras aumentó hasta el primer trimestre de 2026, reduciéndose gradualmente desde entonces.*
AFP: SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA POSICIÓN EN DERIVADOS DE TASAS DE INTERÉS EXTRANJERAS A UN AUMENTO DE 1PB(DV01), POR PLAZO DE VENCIMIENTO (1)
(millones de dólares)

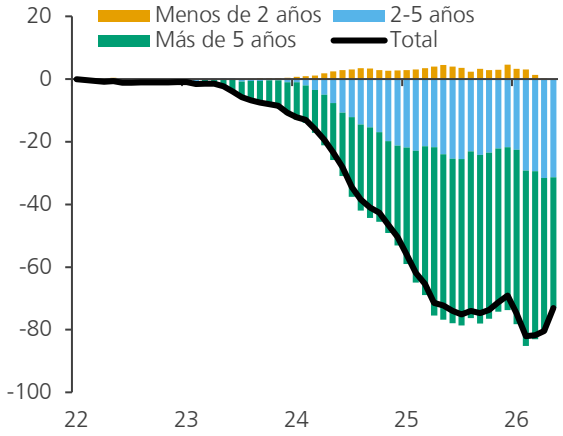


GRÁFICO V.17 *Los cambios de valoración de la cartera de derivados, tuvieron un correlato en mayores garantías constituidas.*
AFP: FLUJOS NETOS PORTAFOLIO Y GARANTÍAS CONSTITUIDAS, RESPECTO AL 30 DE JUNIO DE 2026 (2)
(millones de dólares)

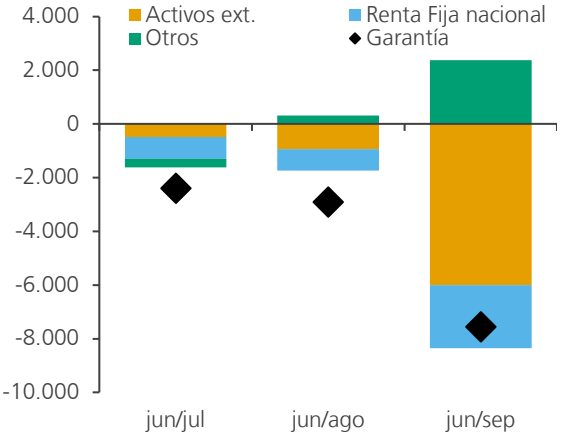
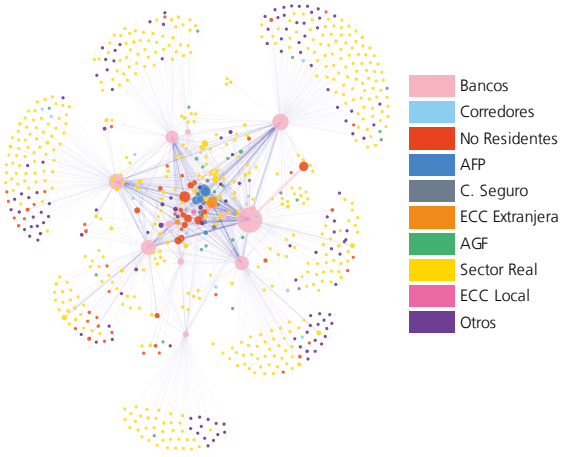


TABLA V.1 *El mercado está concentrado en pocos intermediarios…*
PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES INTERMEDIARIOS Y SUS PRINCIPALES CONTRAPARTES, POR SEGMENTO (3)

	Subyacente	
A. Principales Bancos	USD-CLP	SPC-CLP
Interbancario	63%	52%
No Residentes	80%	70%
Residentes No Bancarios	60%	78%
Total	72%	69%
B. Principales contrapartes	USD-CLP	SPC-CLP
No Residentes	33%	87%
Residentes No Bancarios	39%	74%

FIGURA V.1 *… que conectan a los grandes participantes con redes segmentadas de contrapartes más pequeñas.*
BANCOS: RED DE CONTRAPARTES, SEGÚN POSICIONES NETAS A VALOR DE MERCADO (4)



(1) Cambio en el valor de mercado de los derivados de tasas extranjeras en poder de las AFP ante un aumento hipotético de las tasas de referencia en 1 punto base a lo largo de toda la curva. Se reporta el cambio neto dentro de cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento, y el cambio neto total. Detalles de la estimación en Gallardo y Romero (2026). (2) El flujo neto agregado a nivel sistema, corresponde a las compras menos las ventas efectuadas desde el 30 de junio de 2026 hasta el fin de cada mes indicado. Por su parte, las garantías corresponden al efectivo entregado como garantías desde el 30 de junio de 2026 hasta el fin de cada mes indicado. (3) Panel A: porcentaje de los montos nocionales vigentes correspondientes a los tres principales bancos según monto nocional total en cada segmento definido por subyacente y sector de contraparte. Panel B: porcentaje de los montos nocionales vigentes del sector bancario correspondiente a las tres principales contrapartes de los bancos en cada segmento definido por subyacente y sector de contraparte. (4) Exposiciones de los bancos con sus contrapartes, a valor de mercado, incluyendo todos los subyacentes, en julio de 2026.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR y Superintendencia de Pensiones.

RIESGOS ASOCIADOS AL USO DE DERIVADOS

Además del riesgo de revalorización de los contratos por cambios en los precios de los subyacentes, cada contrato conlleva riesgos asociados a su renovación, al incumplimiento de obligaciones entre contrapartes y a la gestión de liquidez ante cambios en el valor de mercado de posiciones. Estos riesgos persisten tanto cuando los derivados se utilizan para tomar posiciones de inversión como cuando se emplean con fines de cobertura. Una cobertura, por ejemplo, puede reducir el riesgo económico del agente y, al mismo tiempo, generar necesidades de liquidez cuando el contrato pierde valor, aun cuando esa pérdida es coherente con la cobertura buscada (Alfaro *et al.*, 2025).

La necesidad de renovar periódicamente contratos de derivados para mantener una exposición o cobertura de plazo más largo puede volver a los participantes dependientes de las condiciones de mercado. El riesgo de *rollover* consiste en que la renovación deba realizarse en un contexto adverso por menor profundidad en el mercado o distorsiones transitorias en los precios, impidiendo que se pueda hacer efectiva o encareciéndola. Los fondos de pensiones estuvieron recientemente expuestos a este riesgo, aunque no terminó materializándose: mantuvieron derivados de tasas a plazos cortos para facilitar el cumplimiento de los límites de inversión regulatorios sin desviarse de la exposición buscada, lo que exigía renovar frecuentemente para no deshacer sus posiciones de inversión a plazos más largos (gráficos V.8 y I.17). El cambio regulatorio de abril de 2026, al introducir límites basados en la exposición al riesgo de las posiciones en derivados, eliminó también los incentivos a mantener y renovar las posiciones de corta madurez.

El riesgo de contraparte al que se enfrentan los bancos es bajo en términos de pérdida esperada, pero la concentración de su cartera de derivados implica una exposición relevante en caso de incumplimiento de sus principales contrapartes. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea define una medida estandarizada del riesgo de contraparte basada en la exposición en caso de incumplimiento (*exposure at default*, EAD), considerando el costo de reemplazo del contrato incumplido y el riesgo de que la exposición aumente entre el momento actual y un potencial incumplimiento (*Basel Committee on Banking Supervision*, 2023). Una aproximación a la EAD, asumiendo compensación plena entre todos los contratos del mismo par de contrapartes, situaba la exposición total del sistema bancario en aproximadamente 19% de su CET1 a finales de 2025 (Cerletti *et al.*, 2026). No obstante, la concentración de la cartera de contrapartes de cada banco se traduce en una exposición relevante ante incumplimientos individuales: la exposición a las tres principales contrapartes alcanzó un máximo de 13,9% del CET1, mientras que las cinco contrapartes más importantes suponen una exposición máxima de 18,2% del CET1 en el período 2022-2025 (gráfico V.19). Con todo, estas grandes entidades tienen un muy bajo riesgo de incumplimiento: utilizando la valoración de la probabilidad de incumplimiento de un proveedor externo, complementada con una medida basada en las provisiones bancarias para entidades residentes con deuda bancaria, se estima que la pérdida esperada total es inferior al 0,16% del CET1 en todo el período (gráfico V.18), mientras que considerando únicamente las 3 (5) contrapartes más importantes, la pérdida esperada máxima se reduce al 0,08% (0,09%) del capital (Cerletti *et al.*, 2026). A su vez, la centralidad y concentración de los bancos, hace que el eventual incumplimiento de uno de ellos constituya un *shock* importante para varias contrapartes de mercado. De modo coherente, la normativa vigente para la definición de bancos sistémicos incluye las posiciones pasivas o activas en derivados a valor de mercado frente a otras entidades supervisadas por la CMF dentro del factor de interconexión, mientras que los montos nocionales de derivados OTC contribuyen al factor de complejidad[7]/.

[7]/ Los contratos *novados* en ECC se excluyen del cálculo del factor de complejidad. Véase Capítulo 21-11 de la Recopilación Actualizada de Normas de la CMF y Tabla 106 del Manual del Sistema de Información para Bancos de la CMF.

GRÁFICO V.18 *El riesgo de contraparte es acotado, con una baja pérdida esperada para el sector bancario…*
BANCOS: PÉRDIDA ESPERADA, COMO PORCENTAJE DEL CET1 (1)(3)
(porcentaje)

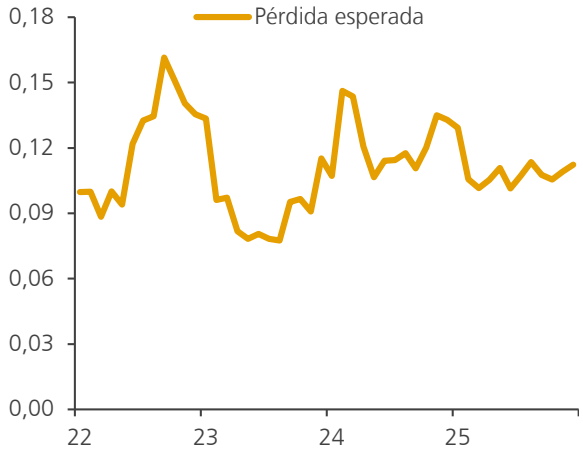
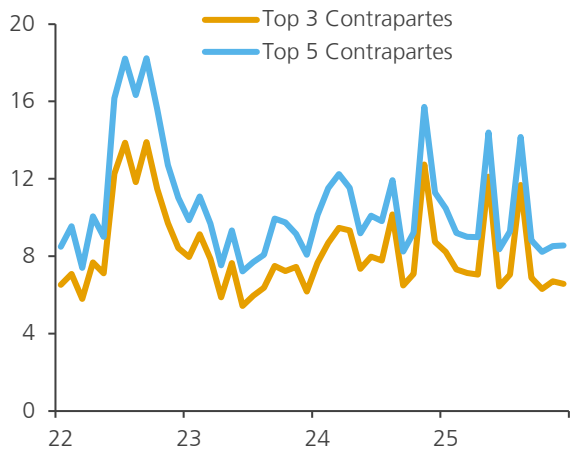


GRÁFICO V.19 *… pero la concentración del mercado se traduce en una exposición importante en caso de incumplimiento de las principales contrapartes.*
BANCOS: EAD DE LAS PRINCIPALES CONTRAPARTES, COMO PORCENTAJE DEL CET1 (2)(3)
(porcentaje)



(1) Pérdida esperada como porcentaje del CET1 de los intermediarios de derivados. El valor esperado se obtiene multiplicado por las probabilidades de incumplimiento entregadas por un proveedor externo y completadas con una medida basada en provisiones. (2) Exposición en caso de incumplimiento (EAD) de las tres y cinco contrapartes principales de los intermediarios de derivados en cada mes como porcentaje del CET1. (3) Para medir el EAD en derivados de tasas de interés y moneda extranjera se utiliza el enfoque SA-CCRR de Basilea III, suponiendo una compensación máxima a nivel banco - contraparte y que todos los contratos son no marginados. Los derivados UF/CLP se incorporan utilizando el equivalente de crédito de la regulación local.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR y CMF.

Las variaciones en el valor de los subyacentes pueden generar necesidades de liquidez significativas, cuya relevancia depende de la capacidad de los participantes para absorberlas sin alterar sus decisiones de inversión o financiamiento. Estas necesidades surgen de los márgenes de variación estipulados en gran parte de los contratos bilaterales y en aquellos *novados* en una ECC[8]/. Para derivados de tasa, pueden aproximarse mediante el DV01: el valor en dólares de las pérdidas o ganancias inducidas por un incremento de un punto base en las tasas de interés de referencia. Bajo esta métrica, la exposición a necesidades de liquidez repentinas del sector bancario es baja, pero es mayor para los fondos de pensiones (Gallardo y Romero, 2026). En abril de 2026, el DV01 para *swaps* de tasas de interés extranjeras superaba los US$80 millones, en concordancia con el tamaño de las posiciones en dicho segmento (gráfico V.16). Desde entonces, tanto el tamaño de la posición, como el correspondiente DV01, se han reducido. Se estima que para septiembre el DV01 estaba más cerca de US$60 millones, en un contexto de ajuste a los límites de exposición a derivados especificados en la nueva regulación emitida por la Superintendencia de Pensiones en abril de este año. En paralelo, el aumento de tasas de interés largas entre junio y septiembre (gráfico I.1), generó pérdidas de valoración y necesidad de constitución de garantías, que en este episodio fueron cubiertas en gran medida mediante venta de activos externos (gráfico V.17). Coherente con ello, la misma regulación incorporó además la exigencia de mantención de activos líquidos para enfrentar este tipo de necesidades de liquidez, reduciendo el riesgo de que se produzcan ventas forzadas y repentinas de instrumentos locales.

[8]/ El margen inicial de un contrato es una garantía de carácter prospectivo, destinada a cubrir la pérdida potencial futura en caso de incumplimiento. Su cuantía se determina a partir de modelos de riesgo, en base a la pérdida esperada en escenarios de cola y diversos modificadores establecidos por la ECC o en los acuerdos marco, generalmente a nivel de conjunto de compensación (*netting set*). Se reevalúa ante cambios en la liquidez, la volatilidad, u otros factores utilizados en el modelo de riesgo o fijados por la ECC. Por su parte, los márgenes de variación son garantías adicionales que cubren disminuciones en el valor de mercado ya producidas. Tanto el margen inicial como el margen de variación pueden originar llamados de margen con frecuencia diaria o incluso intradía.

Las decisiones sobre la estructura de los contratos usualmente implican *trade-offs* entre los riesgos de renovación, contraparte y liquidez, cuya relevancia depende de la capacidad de cada participante para gestionarlos. Por ejemplo, el uso de márgenes iniciales y de variación mitiga el riesgo de contraparte, pero acentúa las necesidades contingentes de liquidez. Del mismo modo, el uso de contratos de madurez corta reduce la exposición a cambios en el valor de mercado y riesgo de contraparte, pero aumenta el riesgo de renovación. A su vez, la cobertura mediante instrumentos de corto plazo utilizada por firmas no financieras puede resultar menos costosa, especialmente para participantes de menor tamaño (Alfaro *et al.*, 2021), pero genera la necesidad de renovar frecuentemente las posiciones y el riesgo de hacerlo en condiciones de mercado adversas.

La capacidad para absorber estos riesgos residuales difiere entre participantes. No todos los agentes cuentan con la misma disponibilidad de activos líquidos, capacidad de movilizar colateral, acceso a financiamiento o flexibilidad para ajustar sus carteras sin realizar ventas forzadas. La evidencia internacional encuentra que las instituciones financieras no bancarias, por ejemplo, tienen en general una capacidad menor de enfrentar necesidades repentinas de liquidez originadas en sus posiciones de derivados, en comparación con el sector bancario, ante el mayor uso de colateral, márgenes iniciales y de variación y *novación* en ECC de los contratos, como mitigador del riesgo de contraparte, desde la crisis financiera global (de Jong *et al.*, 2019; ESRB, 2020a; FSB, 2024; Macchiati *et al.*, 2025). Los bancos suelen disponer de mayor acceso a fuentes de liquidez, pero su función de intermediación los expone simultáneamente a múltiples contrapartes relevantes.

Así, la estructura contractual adecuada depende de la necesidad económica del agente y de su capacidad para gestionar la forma y tamaño del riesgo remanente. Una exposición individual se convierte en una vulnerabilidad cuando el participante no puede absorber su materialización sin ajustar abruptamente su inversión, deshacer posiciones, o reducir su actividad de intermediación. En la siguiente sección, además se profundiza en cómo estas respuestas pueden transmitir la tensión hacia otros participantes y mercados, tomando connotación sistémica.

MERCADO DE DERIVADOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Los riesgos descritos en la sección anterior podrían adquirir relevancia para la estabilidad financiera si su materialización excediera la capacidad de gestión de los participantes afectados, e implicara ajustes que afecten a terceros o al funcionamiento de los mercados. Frente a pérdidas importantes, necesidades abruptas de liquidez o dificultades para renovar posiciones, los agentes pueden incumplir obligaciones, liquidar activos o deshacer posiciones abruptamente. Estas respuestas pueden afectar a sus contrapartes, presionar los precios de los activos subyacentes e incluso la capacidad de intermediación. Su alcance sistémico depende del tamaño y apalancamiento de las posiciones involucradas, la correlación de posiciones entre muchos agentes y, de modo importante, de la capacidad de gestión de riesgos de éstos.

La concentración del mercado, documentada antes, hace especialmente relevante el monitoreo de sus principales participantes, ya que tensiones individuales pueden adquirir relevancia agregada. Cuando pocos agentes concentran una fracción importante de las posiciones y actividad del mercado, *shocks* idiosincráticos a éstos pueden tomar relevancia macro (Gabaix 2011; Ben-David *et al.*, 2021). En el mercado chileno, esta concentración se presenta en ambos lados de los contratos de derivados: los bancos son pocos y relevantes, al igual que las ECC. Las contrapartes también son granulares (tabla V.1). Los fondos de pensiones, por su lado, además de ser grandes participantes, agregan una característica adicional: aunque son varias administradoras, sus carteras tienden a moverse de modo correlacionado (Raddatz y Schmukler, 2012), por lo que pueden, en la práctica, actuar como un gran participante. La materialización de un riesgo extremo para alguno de los principales participantes, como por ejemplo un evento de incumplimiento, puede tener consecuencias simultáneas y significativas sobre múltiples mercados y contrapartes. El mitigador de este riesgo es que los participantes más grandes son agentes con bajo riesgo idiosincrático y en varios casos, sujetos a regulación.

Un riesgo que puede adquirir dimensión sistémica es el de liquidez descrito en la sección anterior: cuando llamados de margen para constituir garantías generan necesidades significativas de liquidez, pueden presionar precios de activos a la baja y eventualmente causar nuevos llamados de margen. Los requerimientos de liquidez pueden provenir tanto de márgenes de variación como de reajustes al margen inicial. Si los participantes afectados no disponen de recursos líquidos para enfrentarlos, deben obtener financiamiento o vender activos. En ocasiones, estas ventas recaen sobre activos relacionados con los instrumentos subyacentes de los derivados que motivaron los llamados de margen, como ocurrió en el mercado británico de *gilts* en 2022 (Pinter, 2023; Alfaro *et al.*, 2025), amplificando el deterioro del subyacente, o en otros mercados con liquidez insuficiente para absorberlas (Shleifer y Vishny, 2011). La amplificación puede ser mayor cuando los llamados afectan a participantes que le dan liquidez al mercado (Brunnermeier y Pedersen, 2009). La menor liquidez puede traducirse transitoriamente en precios más volátiles y desviaciones respecto de los fundamentales. Además, la forma en que se revisan los márgenes iniciales ante condiciones agregadas cambiantes puede dotarlos de un componente procíclico, aumentando su nivel requerido en momentos de menor liquidez agregada (Cohen y Tracol, 2023). Algunas jurisdicciones han avanzado en propuestas regulatorias orientadas a reducir la prociclicidad de los llamados de margen y aumentar su previsibilidad sin reducir la cobertura ofrecida por las garantías en escenarios de estrés. En general, estas propuestas apuntan a constituir mayores garantías en momentos de baja volatilidad, pero que aumenten menos abruptamente en episodios de tensión[9]/.

Las advertencias levantadas en versiones previas de este Informe respecto a las posiciones en derivados de tasas de interés de los fondos de pensiones se relacionaban con el mecanismo de necesidades de liquidez. La posición larga en derivados de tasas de interés extranjeras de largo plazo de los fondos de pensiones los expone a tener que constituir márgenes ante aumentos de esas tasas. De esta forma, el aumento de tasas norteamericanas entre julio y septiembre de este año gatilló importantes llamados a márgenes. Sin embargo, la constitución de márgenes transcurrió sin generar distorsiones en el mercado local. En ello confluyeron las exigencias de resguardos incorporadas en la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones y la disponibilidad activos líquidos en el extranjero que tenían los fondos, que redujeron la necesidad de liquidar activos locales. Adicionalmente, las liquidaciones de activos locales, fundamentalmente bonos bancarios, tuvieron lugar en un entorno de condiciones financieras relativamente benignas, por lo que encontraron contrapartes disponibles para absorberlas sin penalizaciones importantes de precios. Si bien este último factor puede no estar presente en situaciones de estrés financiero, los requerimientos de liquidez en moneda extranjera impuestos por la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones, mitigan de manera importante la posibilidad de que los fondos tengan que recurrir al mercado local para constituir márgenes, y el volumen de transacciones locales que podrían tener lugar.

Otra dimensión de análisis importante para el monitoreo de estabilidad financiera es la capacidad de intermediación de los bancos, dado su rol central en absorber y redistribuir desequilibrios entre participantes y mercados. La demanda de derivados cambiarios, tanto por cobertura como por inversión, responde a múltiples factores: retornos esperados, apetito por riesgo de los inversores, o el nivel de incertidumbre global, que pueden generar variaciones significativas en las posiciones netas demandadas por residentes y no residentes (Liao y Zhang, 2025; Du y Huber, 2026; De Leo *et al.*, en prensa). Los bancos intermedian estas operaciones buscando posiciones de signo contrario y, cuando no las encuentran, pueden cubrir el desequilibrio mediante el mercado *spot*, utilizando otras fuentes de financiamiento, o absorber transitoriamente la exposición en sus balances. El costo de esta intermediación depende de la disponibilidad y costo marginal de esas alternativas, así como la capacidad de hoja de balance de los intermediarios, y puede aproximarse a través de desviaciones a la paridad cubierta o *spread-on-shore* (Maggiori, 2022; Du y Shreger, 2022; Naudon y Barría, 2026; De Leo *et al.*, en prensa). Estas desviaciones pueden reflejar tanto cambios en la demanda por liquidez en dólares como variaciones en sus condiciones de financiamiento en moneda extranjera. Por lo tanto, es importante distinguir entre ambos factores para el diagnóstico de estabilidad financiera (Bastidas *et al.*, 2026).

[9]/ La *European Securities and Markets Authority* (ESMA) propone que las ECC revelen sus modelos de cálculo de márgenes y adopten al menos una de tres alternativas: (1) aplicar un margen adicional de al menos el 25% de los márgenes calculados, que pueda agotarse temporalmente, sin ser inmediatamente reconstituido, en períodos de incrementos significativos de los márgenes calculados, (2) asignar una ponderación de al menos el 25% a observaciones estresadas dentro de la ventana retrospectiva utilizada para calcular el margen inicial, (3) fijar márgenes iguales o superiores a los que se obtendrían usando volatilidades estimadas sobre una ventana retrospectiva de diez años (ESMA, 2018). Adicionalmente, el *European Systemic Risk Board* (ESRB) sugiere agilizar el traspaso de los márgenes intradía a los usuarios de las ECC, evitando que parte de la liquidez del sistema quede temporalmente retenida en dichas entidades (ESRB, 2020b).

La agenda de política financiera del BCCh para el mercado de derivados se ha orientado principalmente a buscar mitigar riesgos con potenciales implicancias sistémicas. En este sentido, el BCCh define las operaciones de derivados que pueden efectuar los bancos, con el objetivo de acotar los riesgos asumidos directamente por estas entidades. Asimismo, en relación con los riesgos de contraparte y la continuidad de los procesos de compensación y liquidación, el BCCh debe emitir su informe previo favorable a la CMF respecto de ajustes a las normas de funcionamiento de las ECC propuestos por sus administradores. Por último, en materia de pensiones, el rol del BCCh se relaciona sólo con la definición de cobertura cambiaria y de los límites máximos sin cobertura. Con todo, dada la incidencia del mercado de derivados en diversos ámbitos relevantes para el funcionamiento del sistema financiero, las responsabilidades regulatorias y de supervisión en esta materia se distribuyen entre diversas autoridades e instituciones, más allá del BCCh.

Algunos ejemplos recientes de la implementación de las atribuciones del BCCh corresponden al fortalecimiento de ECC y aumento de la transparencia del mercado. La creciente importancia de gestionar el riesgo de contraparte otorga un papel fundamental a las infraestructuras del mercado financiero, que mediante mecanismos especializados de gestión de riesgos de compensación y liquidación contribuyen a reducir las vulnerabilidades asociadas a la mayor interconexión entre participantes y mercados, y a la concentración de exposiciones. En este contexto, se destaca la presencia de una ECC local para derivados OTC que opera desde 2015, y es reconocida como *Qualified CCP* por las autoridades europeas desde 2022[10]/. En efecto, una adecuada gestión de los riesgos asociados a los contratos de derivados debiese considerar la dimensión sistémica del tipo de contratos y la de las contrapartes, e incluir mitigadores proporcionales a dichos riesgos, como requerimientos de márgenes iniciales o de *novación* en una ECC. A ello se suma el fortalecimiento de la transparencia de mercado mediante la puesta en marcha, desde 2022, del repositorio de transacciones del Sistema Integrado de Información de Derivados (SIID-TR) que recopila las operaciones de derivados de determinadas entidades fiscalizadas por la CMF, tanto locales como transfronterizas. Esta iniciativa ha contribuido a reducir la opacidad característica de los mercados OTC (Duffie, 2012; Acharya y Bisin, 2014; Abad *et al.*, 2016).

La creciente relevancia de los derivados en el normal funcionamiento del mercado financiero y la estabilidad del sistema, hacen importante una revisión continua del marco regulatorio vigente. En este contexto, el BCCh solicitó una asistencia técnica del FMI, destinada a evaluar el actual estado de desarrollo, funcionamiento y marco regulatorio del mercado de derivados en Chile. Esta iniciativa, realizada a inicios de octubre, convocó a autoridades financieras y representantes del sector privado, con el objetivo fundamental de analizar la regulación vigente, así como examinar el rol de las infraestructuras financieras en la gestión de riesgos y la promoción de la transparencia. Se espera que los resultados y recomendaciones de este trabajo contribuyan a orientar futuras decisiones de política y continuar fortaleciendo la coordinación entre el BCCh con otras autoridades financieras en estas materias.

[10]/ El reconocimiento como *Qualified CCP* habilita para prestar servicios de compensación a miembros compensadores residentes en la Unión Europea. Los bancos europeos se benefician de la *novación*, tanto de sus contratos o los de sus filiales en Chile, en ECC reconocidas mediante un tratamiento más favorable en el cómputo de sus requerimientos de capital.