

DOBLE CLICK

ECONÓMICO

Más que una columna

11 11ª EDICIÓN

Liquidez e Integración del Mercado de Capitales Chileno

Kevin Cowan. PhD MIT. Profesor de Finanzas. Escuela de Negocios UAI y Pablo García. PhD MIT. Profesor de Economía. Escuela de Negocios UAI

Chile tiene un mercado de capitales profundo, pero de muy baja liquidez. Adicionalmente, es poco el capital que se ha financiado vía la bolsa en años recientes. Potenciar la integración internacional del mercado de capitales puede ser una de las palancas para abordar dichos desafíos. Para este fin será necesario un esfuerzo público y privado coordinado, que permita empujar una agenda de mejoras en la infraestructura financiera, perfeccionamiento normativo y coordinación entre distintos actores del mercado. Para ello puede ser un buen momento de repensar algunos de los mecanismos de coordinación que existen en Chile.

Los desafíos del mercado de capitales

Chile tiene un mercado de capitales grande considerando su nivel de ingreso per cápita y el tamaño de su economía. Este tamaño se observa tanto al medir la capitalización bursátil como al considerar el stock de bonos privados, ambos en relación con el PIB. Sin embargo, dicho mercado enfrenta hoy dos desafíos estructurales importantes.

El primer desafío se relaciona con que la colocación de acciones ha jugado un rol marginal en el financiamiento de la inversión en Chile. Ello contrasta con lo observado en las bolsas de valores de economías emergentes de Asia y en ciertos países de América Latina, donde las ofertas públicas iniciales (IPOs) han sido una fuente relevante de financiamiento corporativo (ver Tabla 1).

El segundo desafío es la baja liquidez en los mercados secundarios de los principales segmentos: acciones, bonos corporativos y deuda pública. Diversos estudios han destacado que la liquidez del mercado de deuda soberana en Chile ha sido históricamente reducida, y además se deterioró tras los retiros de fondos previsionales. Esta menor liquidez genera costos relevantes, entre ellos mayores primas que incrementan el costo de financiamiento para empresas y gobierno. Asimismo, afecta negativamente la formación de precios, distorsionando la asignación de recursos y complicando la gestión de liquidez de intermediarios financieros y administradores de fondos.

TABLA 1	
Colocación de Acciones en Mercados Locales	
País	Número IPOs 2014-2024
Australia	788
Brasil	24
Chile	4
Colombia	1
México	18
Canadá	27
Nueva Zelanda	187
Perú	0

Fuente: Cowan y García (2025) "Mercados de Capitales y Crecimiento" en base a datos del World Federation of Exchanges

¿Que factores están afectando este mercado?

Parte del bajo dinamismo del mercado primario accionario puede deberse a la menor inversión, esto en el contexto de bajo crecimiento y crecientes trabas regulatorias a la materialización de proyectos. La expansión de alternativas de financiamiento, como los fondos de inversión, también pueden haber reducido el atractivo relativo de la emisión de acciones. Sin embargo, ambas explicaciones por sí solas resultan insuficientes, considerando que países como Australia y Nueva Zelanda han tenido niveles similares de crecimiento y tienen mercados más complejos que el chileno, pero aún así han mantenido mercados de IPOs más activos.

Respecto a la liquidez, la literatura económica identifica varios determinantes: el tamaño de los mercados, la estructura tributaria y la presencia de asimetrías de información. Un factor adicional que puede estar impactado la baja liquidez es el grado de integración del mercado de capitales chilenos con el resto del mundo.

En algunas dimensiones, nuestro mercado financiero está muy integrado. Hay una alta participación de capitales extranjeros en la propiedad de los principales actores del mercado financiero, incluyendo bancos, AFPs, compañías de seguros y corredores de valores. Por otra parte, tanto las corporaciones como los bancos y el Estado tienen acceso a mercados globales, y emiten deuda con cierta frecuencia en el exterior. Se suma que las AFPs y las CVS tienen una creciente fracción de sus activos en activos externos. Finalmente, hay un importante mercado de derivados “offshore” donde actores no residentes compran y venden exposición al peso chileno y a la curva de tasas.

La participación de no residentes es relativamente baja

En contraste, llama la atención la relativamente baja participación de no residentes en los mercados de acciones y deuda locales. Esto se ve en las figuras 1 y 2, que muestran la participación de no residentes en acciones (como % del PIB) y en la tenencia de deuda pública (como % del stock emitido).

Esta baja participación puede tener efectos relevantes, y a su vez ser el resultado de la poca liquidez del mercado. Por un lado, la baja liquidez desincentiva la participación de inversionistas extranjeros, que tienden a preferir mercados donde pueden operar con transparencia y rapidez. Por otro lado, la ausencia de inversionistas internacionales lleva a que los movimientos en el mercado local estén más afectados por fenómenos correlacionados entre intermediarios nacionales.

Chile ha implementado una serie de políticas “macro” que debiesen haber facilitado la entrada de no residentes a su mercado de capitales. En términos “macro”, Chile ha consolidado un marco institucional robusto: desde los años noventa levantó controles de capital, fortaleció la autonomía del Banco Central y adoptó una regla fiscal monitoreada por el Consejo Fiscal Autónomo (CFA). Ello ha mantenido bajo el riesgo país y ha favorecido la estabilidad macroeconómica. Además, se ha desarrollado una infraestructura financiera sólida, con registros centralizados de valores y derivados, sistemas de pagos de alto valor y cámaras de compensación, en conexión creciente con custodios internacionales.

¿Qué falta entonces por hacer?

Pareciera que, en este caso, el diablo está en la microeconomía de los mercados.

Por un lado, hasta hace poco, persistían restricciones a la internacionalización del peso chileno. Estas limitaban los servicios que podía ofrecer la banca local a no residentes, restringiendo la integración con plataformas globales de compensación como CLS. Estas restricciones se han ido levantando sistemáticamente, impulsado por un conjunto de cambios legales y modificaciones normativas desde el Banco Central, la CMF y el SII.

Asimismo, la ausencia de un mercado de repos también puede estar contribuyendo a la menor participación de no residentes, al menos en el mercado de renta fija soberana. La relevancia de este mercado guarda relación con el rol que puede jugar en dar mayor liquidez al mercado de renta fija público. Un mercado más líquido es a su vez más atractivo para inversionistas globales. Cabe mencionar el caso de Australia donde, además, hay una alta participación de no residentes en el propio mercado de repos. Estos repos les permiten ampliar su exposición a deuda denominada en dólares australianos con bajo riesgo. Tanto la CMF como el Banco Central están dando pasos para facilitar el funcionamiento de este mercado en Chile, tema largamente notado por evaluaciones externas de nuestro sistema financiero.

Si bien Chile ha ido adoptando muchas de las mejores prácticas globales en la regulación del mercado de valores, hay algunos

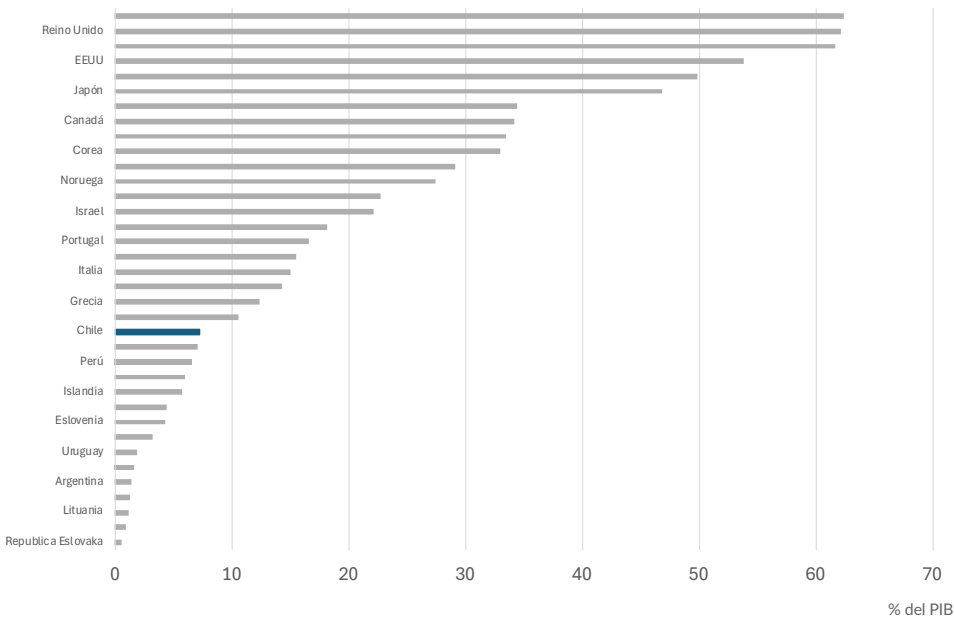
ámbitos donde persisten brechas respecto a países comparables. Algunos tienen que ver con plazos de avisos y mecanismos de participación remota que faciliten la participación de no residentes. Otros con el resguardo de los intereses de los inversionistas minoritarios. Esto es particularmente importante si se considera la alta concentración de propiedad en el mercado de valores en Chile. Una dimensión que llama particularmente la atención en Chile es la ausencia de un código país de gobierno corporativo que se haya construido como una iniciativa privada de autorregulación en torno a mejores prácticas. La relativamente baja participación de inversionistas institucionales nacionales en nuestro mercado accionario puede ser reflejo del mismo tipo de problemas.

Un cuarto ámbito se refiere a la infraestructura del mercado de capitales, y en particular, el proceso de integración de bolsas que está impulsando NUAM. La evidencia disponible indica que procesos de integración bursátiles pueden generar ganancias importantes en la liquidez de los mercados y una reducción de costos de la intermediación, y en particular de la compensación y liquidación. De igual manera, se observa que en bolsas integradas ha aumentado el número de servicios ofrecidos al mercado incluyendo en mercados de derivados y mercados especializados en firmas de menor tamaño. Las dimensiones tributarias asociadas al impuesto a las ganancias de capital, entre otros, deben sopesar adecuadamente, y con evidencia, objetivos de recaudación y de desarrollo de mercado.

La importancia de la coordinación público privada

Para avanzar en estas cuatro dimensiones, y otras que pudiesen ser relevantes, resulta fundamental mantener un trabajo coordinado entre el sector público y el privado. El sector privado, por su cercanía con las operaciones de mercado, está en mejor posición para identificar las principales trabas y priorizar iniciativas que sean efectivamente viables. Por su parte, el sector público posee la capacidad de articular mecanismos de coordinación, además de avanzar en cambios regulatorios o legales cuando estos resulten necesarios. En este contexto, destacan las instancias recién impulsadas por la CMF, especialmente en los ámbitos de gobierno corporativo y profundidad del mercado de capitales. De igual manera, es relevante la reactivación del Comité de Mercado de Capitales por parte del Banco Central.

No obstante, más allá de estas valiosas iniciativas específicas, parece necesario avanzar hacia una institucionalidad más permanente. Una alternativa sería retomar el antiguo Comité de Mercado de Capitales que sesionó hace algunas décadas. Actualmente existe el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), pero su mandato se centra en la estabilidad financiera, no en el desarrollo del mercado. Por ello, se propone la conformación de un comité liderado por el Ministerio de Hacienda, respetando la autonomía y los ámbitos de acción de cada institución. Complementariamente, un Consejo Consultivo del Mercado de Capitales fortalecido, que incorpore de manera sistemática la visión del sector privado, y que fomente un diálogo regular entre las distintas autoridades regulatorias, permitiría consolidar una institucionalidad permanente para el desarrollo del mercado de capitales en Chile.



**FIGURA 1: Inversión extranjera
bruta de portafolio 2024, en
LATAM y OECD**

*Fuente: Cowan y García (2025) "Mercados de
Capitales y Crecimiento" en base a datos de Milessi
y Ferreti (2024)*

¹ Para un análisis más detallado del impacto que puede tener la integración bursátil en los mercados de capitales de Chile, Colombia y Perú, ver Cowan y García (2025) "Mercados de Capitales y Crecimiento: Rol de Integración de las Bolsas-nuam". <https://uai.cdn7pm.net/documentos/estudio-rol-de-la-integracion-de-bolsas.pdf>

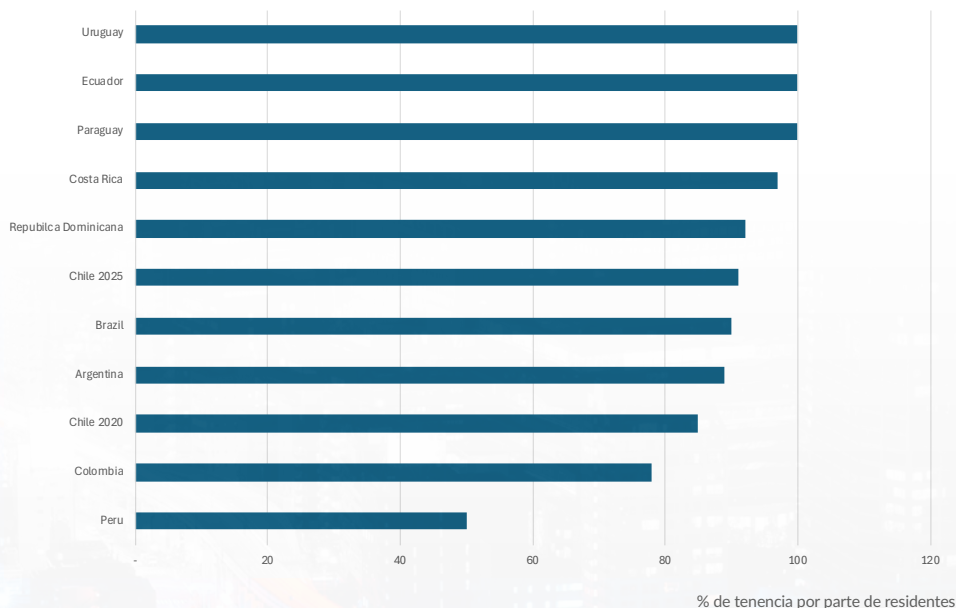


FIGURA 2: Deuda pública emitida localmente

Fuente: Prats y Pereira (2022) "Standardized Sovereign Debt Statistics for Latin America" y Ministerio de Hacienda de Chile

BOTTOM LINE

Desafíos: El mercado de capitales chileno es grande en relación con el PIB, pero la emisión de acciones ha jugado un bajo rol en el financiamiento de la inversión, y los mercados secundarios (acciones, bonos corporativos y deuda soberana) son poco líquidos, lo que eleva los costos de financiamiento y debilita la formación de precios.

Integración: A pesar de contar con fundamentos macroeconómicos sólidos, buena infraestructura financiera y participación extranjera en instituciones locales, los mercados de acciones y deuda muestran baja presencia de inversionistas no residentes. Algunas iniciativas que podrían aumentar la integración son la internacionalización del peso, iniciativas que den liquidez al mercado de renta fija como los repos, mejoras en marco de gobernanza y la integración bursátil regional.

Respuesta institucional: El desarrollo del mercado requiere una coordinación sostenida público-privada. Si bien destacan las iniciativas recientes de la CMF y el Banco Central, se propone avanzar hacia una institucionalidad permanente, mediante un Comité de Mercado de Capitales liderado por Hacienda y un Consejo Consultivo fortalecido que integre de forma sistemática la visión del sector privado.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

ICARE.CL