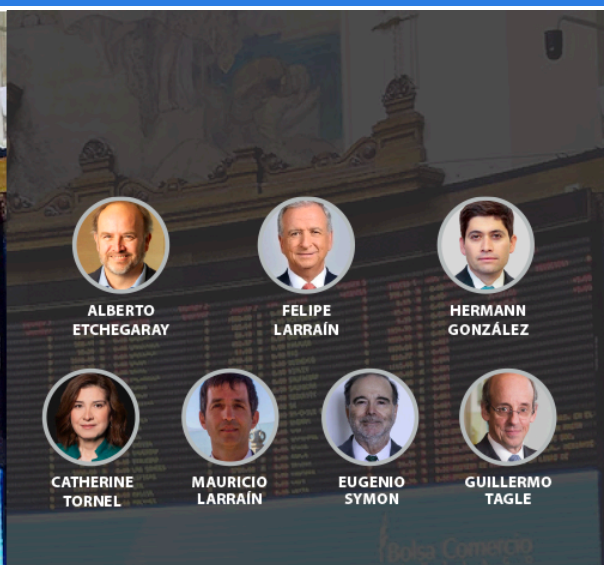


Centro UC
CLAPES UC
Centro Latinoamericano de
Políticas Económicas y Sociales

SEMINARIO
CLAPES UC 2026

CHILE EXPORTADOR DE SERVICIOS FINANCIEROS: DESAFÍOS PARA CONVERTIRSE EN UN CENTRO FINANCIERO REGIONAL



ALBERTO
ETCHEGARAY



FELIPE
LARRAÍN



HERMANN
GONZÁLEZ



CATHERINE
TORNEL



MAURICIO
LARRAÍN



EUGENIO
SYMON



GUILLERMO
TAGLE

IDEAS PARA EL DEBATE

nº **73**

23 DE JUNIO, 2026

Todos los derechos reservados e inscrito en el
Registro de Propiedad Intelectual

Santiago, Chile

El presente documento tiene su origen en las ponencias de los expositores que participaron en el seminario **“Chile Exportador de Servicios Financieros: Desafíos para Convertirse en un Centro Financiero Regional”** realizado el 23 de junio de 2026 y organizado por **CLAPES UC**.

Los registros audiovisuales de este evento se encuentran disponibles en www.clapesuc.cl

La presentación ha sido editada para efectos de la publicación de este documento y todo posible error en la transcripción es de exclusiva responsabilidad de **CLAPES UC**.

Chile Exportador de Servicios Financieros: Desafíos para Convertirse en un Centro Financiero Regional



RESUMEN

El mercado de capitales chileno perdió terreno en la última década: la capitalización bursátil cayó de 157% a 79% del PIB, el monto transado en acciones retrocedió de 27% a 9% del PIB, los retiros previsionales drenaron cerca de US\$ 50.000 millones y los activos de los fondos de pensiones bajaron de 82% a 64% del producto. Con un sector financiero que aporta entre 2 y 3% del PIB -frente a 26% en Hong Kong, 25% en Luxemburgo y 14% en Singapur-, el estudio “Chile Exportador de Servicios Financieros”, de Felipe Larraín y Hermann González, plantea que elevar esa

participación a 5% del PIB hacia 2035 generaría cerca de US\$ 8.800 millones adicionales de actividad económica al año y unos 62 mil nuevos empleos directos, en el sector mejor remunerado de la economía. La hoja de ruta se ordena en siete pilares: estabilidad macroeconómica, marcos regulatorios predecibles, competitividad tributaria, apertura e integración internacional, capital humano especializado, infraestructura de mercado sofisticada e innovación financiera.

En este marco, **CLAPES UC** convocó el seminario **“Chile Exportador de Servicios Financieros: desafíos para convertirse en un centro financiero regional”**, realizado el 23 de junio de 2026 en el Salón de Honor de la UC, que reunió a Alberto Etchegaray, consejero del Consejo Asesor Nacional de **CLAPES UC**; Felipe Larraín, director de **CLAPES UC**; Catherine Tornel, presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero; Eugenio Symon, coordinador de Mercado de Capitales, Asuntos y Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda; Mauricio Larraín, presidente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, y Guillermo Tagle, director de empresas y presidente del Depósito Central de Valores, en un panel moderado por Hermann González, coordinador macroeconómico de **CLAPES UC**. El presente documento recoge las exposiciones y el panel de conversación, con el propósito de aportar evidencia y propuestas a un debate que incide en el crecimiento, la inversión y la inserción financiera internacional del país.

[VER DETALLE DEL SEMINARIO](#)

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN ALBERTO ETCHEGARAY	6
EXPOSICIÓN FELIPE LARRAÍN.....	11
PANEL DE CONVERSACIÓN	40
INTERVENCIÓN HERMANN GONZÁLEZ.....	41
INTERVENCIÓN DE CATHERINE TORNEL.....	43
HERMANN GONZÁLEZ.....	46
INTERVENCIÓN DE EUGENIO SYMON.....	47
HERMANN GONZÁLEZ.....	50
INTERVENCIÓN DE MAURICIO LARRAÍN	52
HERMANN GONZÁLEZ.....	55
INTERVENCIÓN DE GUILLERMO TAGLE	56
HERMANN GONZÁLEZ.....	61
GUILLERMO TAGLE	61
HERMANN GONZÁLEZ.....	62
FRANCISCO MAURICIO LARRAÍN.....	63
HERMANN GONZÁLEZ.....	64
EUGENIO SYMON	65
HERMANN GONZÁLEZ.....	66
CATHERINE TORNEL	66



INTRODUCCIÓN

ALBERTO ETCHEGARAY

Consejero del Consejo Asesor Nacional de CLAPES UC

Nadie duda que el mercado de capitales chileno ha jugado un rol fundamental en las últimas décadas para el desarrollo de los chilenos, sus familias, las empresas y la economía en general.

Pero podemos dar más, mucho más. Y no es excusa el porte relativo de nuestro mercado. Tal como mostrará Felipe en unos minutos en su estudio, economías de tamaño comparable o menor al de Chile han logrado transformarse en exportadores internacionales de servicios financieros mediante la combinación sostenida de siete factores: estabilidad macroeconómica, marcos regulatorios predecibles y eficientes, sistemas tributarios competitivos, apertura e integración internacional, capital

humano especializado, infraestructura de mercado sofisticada e innovación financiera.

Es probable que Felipe muestre esos factores en detalle. Por eso en esta introducción propongo cuatro puntos complementarios de contexto en 5 minutos: (i) oportunidad es ahora, (ii) no bastan los 7 factores, se necesita una agenda intencionada; (iii) factibilidad de una agenda pro mercado de capitales y (iv) una humilde invitación a la CMF.

La oportunidad es ahora

Sabemos de manera dolorosa que Chile es una economía estancada. Nuestro crecimiento promedio de la última década es un tercio de lo que era en los noventa. Estamos estancados en la trampa de los países de ingreso medio y ya no tenemos balas de plata fáciles para salir de ese estancamiento. Porque no existen soluciones mágicas, únicas ni instantáneas para alcanzar el desarrollo.

Cuando un país se estanca en los ingresos medios, los gobiernos suelen buscar su propia “bala de plata” (como una sola gran reforma tributaria, un boom de recursos naturales o una ley de incentivos específicos), olvidando que superar este estancamiento requiere una transición estructural de la economía muy profunda, compartida por la mayoría y sostenida en el tiempo, basada en la inversión, la innovación y la buena institucionalidad. El mercado financiero chileno no escapa a esa realidad. No hay una bala de plata única que lo multiplique, sino que serán decenas de medidas sostenidas en el tiempo.

Churchill decía que “nunca había que dejar que una buena crisis se desperdiciara”. En Chile no hemos tenido una sino varias crisis los últimos años. Estallido social, el covid, los retiros y no uno sino dos procesos constitucionales. Creo que Churchill estaría satisfecho de la sociedad chilena porque, aunque de modo doloroso y costoso, no hemos desperdiciado las crisis de los últimos años y mayoritariamente hemos logrado sacar muchas lecciones y aprendizajes. Uno de los aprendizajes más importantes que logramos es que sin crecimiento económico es imposible llegar al desarrollo.

¿Y qué dice la evidencia respecto a la relación entre crecimiento económico y mercados financieros? Que cumple un rol central en el crecimiento de largo plazo, particularmente en economías abiertas que buscan diversificar sus fuentes de inversión, aumentar la productividad y mejorar la asignación del capital.

No basta el crecimiento ni los 7 factores

La evidencia muestra que todos los casos de éxito (Singapur, Luxemburgo, Irlanda) de los centros financieros mundiales o regionales de economías más pequeñas es que junto con tener las condiciones económicas, regulatorias, tributarias e institucionales tuvieron además el impulso de estrategias deliberadas de gobiernos, con incentivos definidos, con respaldo político mayoritario y compartidas por los agentes del mercado y la sociedad civil. Agendas orientadas a posicionar al sector financiero como un componente central del modelo de crecimiento.

Ahí tenemos un desafío pendiente en Chile. No se ha logrado impulsar una estrategia transversal con ese objetivo. Hasta ahora el desarrollo del mercado financiero chileno se ha dado más por generación espontánea antes que por una estrategia deliberada: por el crecimiento del país en los últimos 30 años, por su solidez macroeconómica, o por las externalidades positivas que ha generado el ahorro obligatorio del sistema de AFP.

Es cierto que el año 2019 se presentó una agenda ambiciosa pero no se siguió adelante con ella.

¿Es imprescindible tener una agenda común que priorice esta industria? Es cierto que sin agenda ad hoc igual Chile sigue liderando en varios rankings de la región en materia financiera, pero sería perder una oportunidad enorme. Sería como ir en auto en primera marcha a todos los destinos en circunstancias que un auto puede ir en sexta con mucho mayor eficiencia, en un menor tiempo y cumpliendo las normas del tránsito.

Si queremos ir en un auto que vaya en sexta para desarrollar el mercado de capitales necesitamos un plan con incentivos claros.

Eso entonces nos lleva al tercer punto.

¿Qué tenemos que hacer para construir una agenda de reformas que genere incentivos sostenibles en el tiempo para transformar Chile en un centro financiero regional y exportador de servicios financieros? La respuesta la dividiría en dos dimensiones

Una primera dimensión está asociada a las condiciones habilitantes: reformas legales y regulatorias que se requieren. El estudio que mostrará Felipe a continuación demuestra que, aun cuando hay bases y factores que nos dan una ventaja competitiva a nivel regional para exportar servicios financieros, también muestran que tenemos un amplio listado de tareas pendientes, con muchas materias tributarias, regulatorias y operacionales todavía pendientes de ajustar para ser genuinamente competitivos. Ninguna de esas medidas por si sola es una bala de plata, pero el conjunto de medidas nos hará mucho más competitivo y con seguridad incentivará de manera relevante los servicios profesionales que se prestarán desde Chile.

Una segunda dimensión está más asociado a reconocer que, si Chile quiere dar el salto a ser centro financiero regional y exportador de servicios financieros, necesitará que alguna autoridad asuma el liderazgo de esa tarea.

Un liderazgo para impulsar una agenda de reformas y de incentivos.

Liderazgo para coordinar y sumar a la agenda a otras autoridades.

Un liderazgo que posicione esta agenda de reformas no como una política de estado.

Un liderazgo que le recuerde a la sociedad chilena que Chile ha desarrollado durante décadas instituciones financieras sofisticadas, regulación sólida, mercados de capitales eficientes y experiencia en gestión de activos, seguros, pensiones y financiamiento corporativo.

Un liderazgo que recuerde que Latinoamérica enfrenta enormes brechas en ahorro, inversión, financiamiento de infraestructura, gestión patrimonial, seguros y

financiamiento de empresas. Y que Chile puede transformarse cada vez más en un proveedor regional de soluciones financieras a todas esas necesidades.

Un liderazgo que convierta el conocimiento, la confianza institucional y la sofisticación de nuestro sistema financiero en una industria exportadora capaz de servir a las empresas latinoamericanas y al mundo.

Un liderazgo que empuje una estrategia que permitiría crear crecientes empleos profesionales de buen nivel y atraer más inversión extranjera, desarrollar talento, aumentar productividad y diversificar la matriz exportadora del país.

Termino con una humilde invitación.

Una invitación a la CMF

Hace solo unos meses CLAPES organizó un seminario acerca del Desarrollo del Mercado Financiero en Chile. En este mismo salón comentábamos en ese seminario que la ley es clara en señalar que la CMF tiene un mandato obligatorio de desarrollo del mercado. Pero comentamos ese día que la ley se quedó corta porque no fue específica al señalar qué entiende por desarrollo de mercado, tampoco aclaró que debe hacer la CMF en pos de ese desarrollo y menos identificó objetivos específicos con los cuales construir métricas de monitoreo.

Pues bien. Existe una oportunidad muy clara para la CMF de asumir como propio un indicador del cumplimiento de su mandato de desarrollo de mercado: el ponerse como meta estratégica el aumentar de manera significativa la exportación de servicios financieros. Es un desafío importante que requiere convicción y mucho empuje.

Aquí viene la humilde recomendación a la CMF: para impulsar una agenda con ese objetivo no es suficiente seguir haciendo lo mismo ni esperar que por el cumplimiento de sus funciones propias (fiscalizadoras, normativas y sancionadoras) se generará de modo automático un mayor desarrollo del mercado. El momento requiere de un liderazgo mucho más activo y movilizador de voluntades..



EXPOSICIÓN FELIPE LARRAÍN

Director de CLAPES UC, Profesor Titular Economía UC y Exministro de Hacienda

La verdad es que quiero decirles que para mí esto es muy especial, porque -algo decía Alberto- aquí se requiere una visión decidida para que esto resulte. Si queremos hacer de Chile un exportador de servicios financieros o un centro financiero regional, requerimos liderazgo, requerimos convencimiento. Y nosotros teníamos ese convencimiento el año 2019, pero no pudimos seguir adelante por razones de todos sabidas. Estábamos encaminados, veníamos de Londres, habíamos presentado nuestro programa, teníamos un tremendo Consejo Consultivo de Mercado de Capitales -que en esa época presidía Guillermo Tagle- y estuvimos presentando nuestra idea de Chile centro financiero. Y bueno, tuvimos un estallido

que dejó este proyecto ahí. Pero el proyecto no ha muerto y hoy día está, yo diría, más vivo que nunca.

Quiero partir diciendo que este es un trabajo que hicimos con Hermann González. Quiero agradecer también el apoyo que tuvimos de Israel Muñoz en este proyecto, que fue un gran apoyo en investigación, y el apoyo que tuvimos en el estudio de la Bolsa Electrónica, del Depósito Central de Valores, de Nuam y de InBest Chile, que estuvieron participando. O sea, estas ideas las hemos testeado, no las produjimos solos y lo que van a ver, de alguna manera, es una síntesis que espera nutrirse con las ideas que salgan de acá, de un panel extraordinario que tenemos después.



AGENDA

1. El mercado de capitales y su relevancia
2. Chile: avances, retrocesos y posición actual
3. Impacto económico de convertir a Chile en un centro financiero
4. Agenda integrada para el desarrollo del mercado de capitales chileno

Esta es nuestra agenda: el mercado de capitales y su relevancia; Chile, avances, retrocesos y posición actual; qué significaría -y aquí sigo con algunas simulaciones- convertir a Chile en un centro financiero. Ahora, cuando decimos centro financiero o exportador de servicios financieros, Chile no puede ser un exportador de servicios financieros sin ser un centro financiero; o sea, tiene que convertirse en un centro financiero. Las dos cosas van de la mano, son como las dos caras de la misma

moneda. Y, por último, plantear una agenda integral para el desarrollo del mercado de capitales chileno.

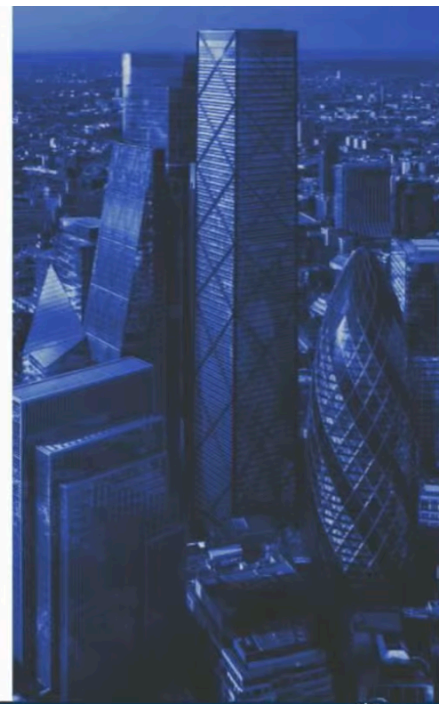
Partamos por el primero de estos puntos: el mercado de capitales y su relevancia. Un mercado de capitales desarrollado -esto lo sabemos- canaliza recursos de manera eficiente, reduce costos, financia inversión y financia también consumo, no solamente la inversión. Y hay un efecto positivo del desarrollo financiero en el crecimiento económico que es innegable.

Ahora, voy a hacer una afirmación con la que espero terminar: yo creo que convertir a Chile en un centro financiero es extraordinariamente atractivo. Pero el mercado financiero, siendo extraordinario, como que no ha logrado el relato. Nos falta un buen relato en el mercado financiero para entender que este no es un tema de la elite, para entender que este es un tema de la gente, que le puede hacer una diferencia a las personas. Por ejemplo, hoy día tenemos casi un millón de créditos hipotecarios en Chile. Y esos créditos hipotecarios, después de los retiros -todos saben lo que pasó-, aumentaron su costo a cerca de 4%, cuando antes un hipotecario se contrataba en algo cercano al 2%.

Un mercado de capitales desarrollado canaliza recursos de manera eficiente, reduce costos y financia la inversión.

La evidencia muestra un efecto positivo del desarrollo financiero en el crecimiento económico.

Mercados de capitales más desarrollados (mayor liquidez y capitalización bursátil) aumentan significativamente la tasa de inversión.



IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES

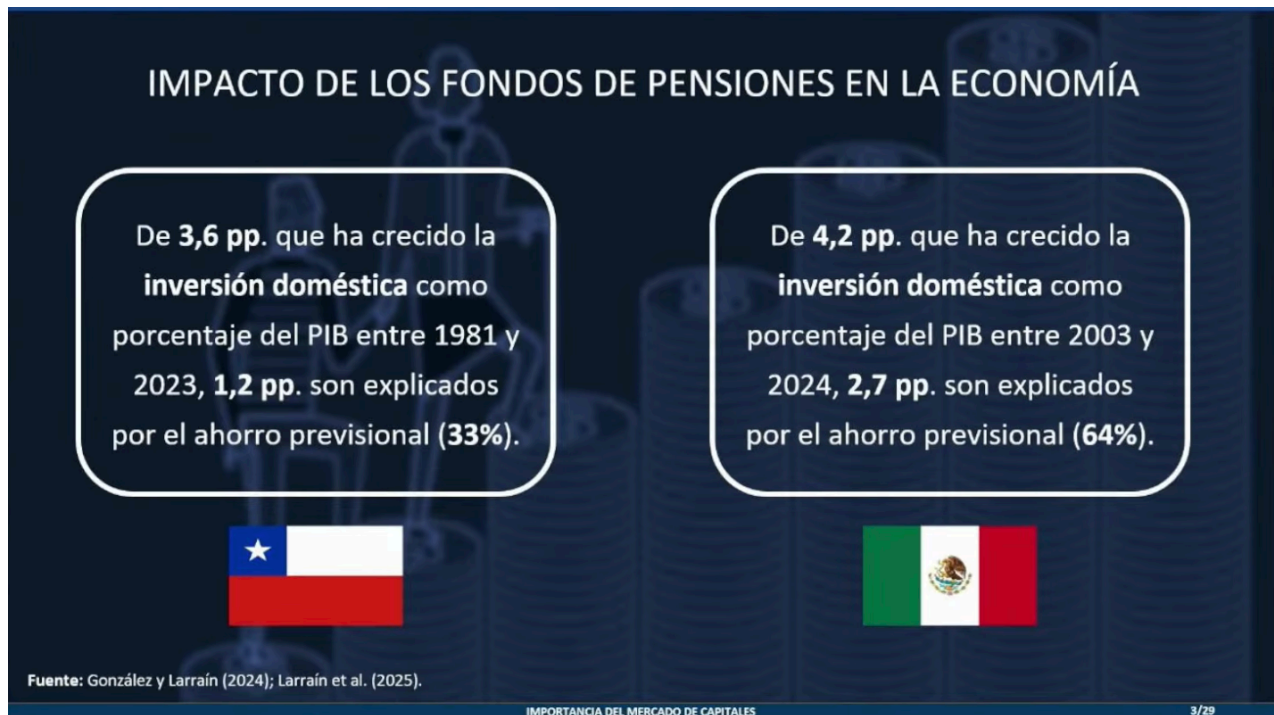
1/29

Tenemos evidencia: con un mercado de capitales más desarrollado aumenta significativamente la tasa de inversión. Si ustedes revisan la evidencia empírica -no los voy a aburrir aquí con los papers que siempre revisamos, que van desde las cosas más antiguas, como King y Levine, tal vez uno de los trabajos más interesantes o más clásicos en materia de desarrollo financiero-, aquí hay algo que no es controvertido, y es que hay causalidad desde el desarrollo financiero hacia el desarrollo económico. No es que los países ricos, cuando se hacen ricos, desarrollen el mercado financiero; es que los países se ayudan mucho con el mercado financiero para potenciar su desarrollo.

EVIDENCIA EMPÍRICA CLÁSICA Y RECIENTE

Paper	Principales Hallazgos
King y Levine (1993)	Con datos de 80 países (1960–1989), muestran que un aumento de 10% en indicadores de desarrollo financiero eleva entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales el crecimiento anual del PIB.
Levine y Zervos (1998)	Analizando 47 países, encuentran que un aumento de 10% en la liquidez bursátil se asocia con un incremento cercano a 0,7 puntos porcentuales en el crecimiento anual del PIB per cápita.
Rajan y Zingales (1998)	Sectores industriales con mayor dependencia de financiamiento crecieron más rápido en países con mercados de capitales más desarrollados.
Sahay et al. (FMI, 2015)	Con datos de 128 países (1980–2013), encuentran que pasar de un bajo nivel de desarrollo financiero (IFD 0,45) a un nivel elevado (IFD 0,7) genera retornos acumulados de crecimiento de entre 4 y 5,5 puntos porcentuales del PIB.
Wesiah et al. (2021)	Utilizando datos trimestrales del Reino Unido durante 1963-2015, encuentran que un aumento de 1% en el crédito al sector privado (% PIB) incrementa el crecimiento del PIB per cápita en 2.46%.

Están Levine y Zervos; Rajan y Zingales; del Fondo Monetario Internacional; y, entre los más recientes, Sahay y otros. Todos estos estudios utilizando mediciones distintas, desarrollo financiero, capitalización bursátil- muestran que esto genera más crecimiento del PIB. O sea, como lo decía Alberto, en un país que está bastante estancado, como está Chile hoy día, el mercado financiero puede ser otro polo de desarrollo de nuestra economía.



Solamente para mencionar una idea, porque a veces esto se nos olvida: la participación que han tenido los fondos de pensiones en la inversión. En Chile, un tercio de todo el aumento de la inversión doméstica entre el año 1981 y el 2023 se debió al ahorro de los fondos de pensiones. Y en México -nosotros medimos esto hace poco- es 64%. Estos son temas mayores: no estamos hablando de un 5% del aumento; no, es un tercio, y 64% en el caso de México.

**PRINCIPALES
CENTROS
FINANCIEROS EN EL
MUNDO Y
AMÉRICA LATINA**

Global	Ranking GFCI	Calificación GFCI	Latam y el Caribe	Ranking GFCI	Calificación GFCI
Nueva York	1	766	Bermudas	80	679
Londres	2	765	Santiago	85	674
Hong Kong	3	764	Islas Caimán	86	673
Singapur	4	763	Sao Paulo	89	670
San Francisco	5	754	Ciudad de México	96	663
Chicago	6	753	Río de Janeiro	100	659
Los Ángeles	7	752	Barbados	103	656
Shanghái	8	751	Islas Vírgenes Británicas	107	652
Shenzhen	9	750	Panamá	109	650
Seúl	10	749	Bahamas	111	645
Dubái	11	748	Trinidad y Tobago	112	643
Fráncfort	12	747	Bogotá	116	630
Washington DC	13	746	Buenos Aires	120	561
Ginebra	14	745			
Tokio	15	744			
Zúrich	16	743			
Boston	17	742			
París	18	741			
Luxemburgo	19	740			
Dublín	20	739			

Nota: El Global Financial Centres Index refleja la posición relativa de cada ciudad dentro del índice global, donde un menor valor indica una mejor ubicación [0, 1.000]. La calificación GFCI 38 corresponde a un puntaje compuesto que resume el desempeño de cada centro financiero en las dimensiones de entorno empresarial, capital humano, infraestructura, desarrollo financiero y reputación. **Fuente:** Long Finance y Financial Centre Futures (septiembre, 2025).

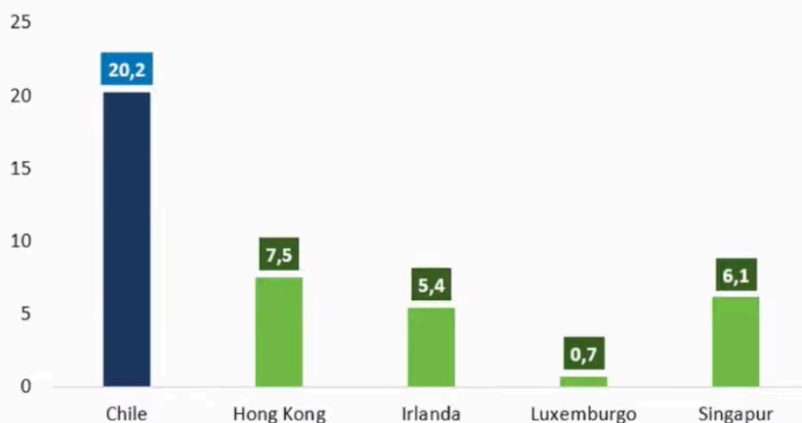
CENTROS FINANCIEROS EN EL MUNDO

4/29

Vámonos a los principales centros financieros. Nosotros enseñamos muchas veces en economía que lo que uno no puede medir es difícil de comunicar. ¿Cómo vamos a medir si nos va bien o si nos va mal? Tenemos que tener alguna métrica. Bueno, aquí hay una: el Global Financial Centres Index cataloga 120 centros financieros del mundo. Por ahí está Buenos Aires en el 120 y está Nueva York en el uno. Fíjense ustedes: Nueva York, Londres, Hong Kong y Singapur encabezan esta clasificación del GFCI. ¿Y dónde está Santiago? Santiago está en la posición 85 de 120. Estamos en el mapa, pero estamos bastante abajo en el mapa. Somos el primer latinoamericano, pero estamos abajo.

Chile vs Centros Financieros seleccionados

Población 2025 (millones de personas)



Fuente: Trading Economics (2026).

CENTROS FINANCIEROS EN EL MUNDO

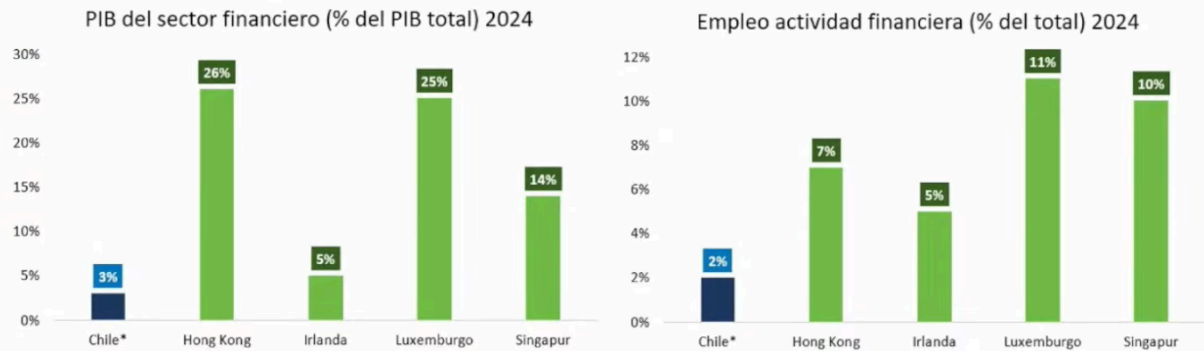
5/29

Y aquí -fue una de las cosas que trabajamos en este documento- tomamos cuatro países. ¿Y por qué cuatro países? Porque nosotros no nos vamos a comparar con Nueva York o Londres, porque no tenemos tamaño. ¿Pero qué pasa? Acuérdense ustedes de los primeros cuatro: ahí están Hong Kong y Singapur. Hong Kong tiene siete millones y medio de habitantes, Luxemburgo tiene menos de un millón, Singapur 6,1 y Chile 20. O sea, el tamaño no es un tema. Se puede ser un líder mundial como centro financiero sin tener tamaño. Y esto es una buena noticia para nosotros, porque si tuviéramos que tener el tamaño de Londres o el de Nueva York -donde hacemos nuestro Chile Day-, estaríamos complicados, porque nunca vamos a ser líderes; pero hay países mucho más pequeños que nosotros que han sido líderes y que son los líderes mundiales en este tema.



En PIB nominal, Irlanda tiene más que nosotros, pero lo más notable tal vez es lo que ustedes pueden ver con el PIB per cápita, en dólares por persona. Chile tiene del orden de 17.000. Ahora, si ustedes ven por ahí ese numerito de 28.000 dólares per cápita, eso es a PPP; esto otro es a tipo de cambio de mercado: uno puede tener el PIB per cápita en dos formas distintas y aquí lo estamos usando así. Pero fíjense: Luxemburgo, el país más rico del mundo, tiene 140.000 dólares per cápita con menos de un millón de habitantes. Singapur, 91.000. Irlanda, 105.000: un caso muy interesante de estudio para Chile, porque Irlanda es un país que, claro, está en la Unión Europea, pero ha logrado desarrollarse extraordinariamente y su ingreso per cápita ha crecido muchas veces desde que se incorporó a la Unión Europea.

Chile vs Centros Financieros seleccionados

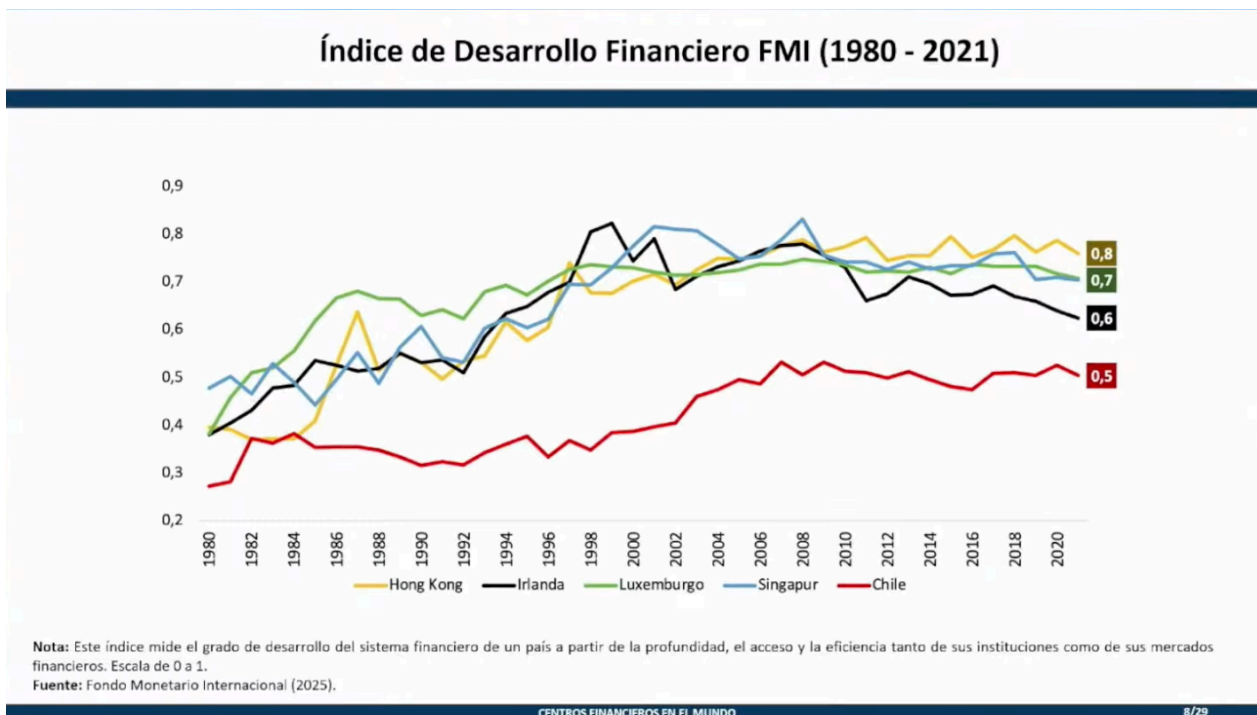


Nota: (*) Los datos corresponden a 2024, excepto Chile (2025). **Fuente:** BCCh e INE (Chile); Census and Statistics Department (Hong Kong), Central Statistics Office (Irlanda), Statistiques (Luxembourg), Department Statistics (Singapur) (2025).

CENTROS FINANCIEROS EN EL MUNDO

7/29

Después tenemos el PIB del sector financiero. En Chile, el PIB del sector financiero - depende de qué año lo midan; aquí esto es 2024-25- está entre el 2% y el 3% del PIB total de la economía. Sin embargo, en Hong Kong es 26%, en Luxemburgo es 25%, en Singapur es 14%. O sea, aquí tenemos un espacio enorme para poder expandirnos. Incluso si tomáramos Irlanda como referencia, con 5% del PIB, esto equivale a doblar el tamaño del sector financiero chileno.



Y en el índice de desarrollo financiero que hace el Fondo Monetario Internacional, mirando de los años '80 al 2021, Chile está significativamente por debajo de los países líderes: Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo y Singapur, países que proponemos que sean nuestro grupo de análisis, porque en algunos de estos indicadores vamos a ver que São Paulo nos supera. Si queremos ser líderes regionales y un centro financiero con perspectivas de competir en el mundo, nos tenemos que fijar en estos países, no en la región, donde estamos particularmente mejor.

En América Latina, fíjense ustedes en un detalle: Chile fue líder y por ahí nos superó Brasil; desde entonces estamos, claro, un poquito arriba de México y de Panamá pero, -hay distintos índices; en el Global Financial Centres Index, acuérdense, estábamos arriba del resto de los países de la región-, en este estamos por debajo de Brasil.



Singapur, Hong Kong, Irlanda y Luxemburgo destacan por su **integración global, innovación financiera y atracción de capitales internacionales.**

Chile, pese a contar con un sistema financiero **sólido y confiable**, presenta **menor diversidad, profundidad y sofisticación** de mercado.

CENTROS FINANCIEROS EN EL MUNDO

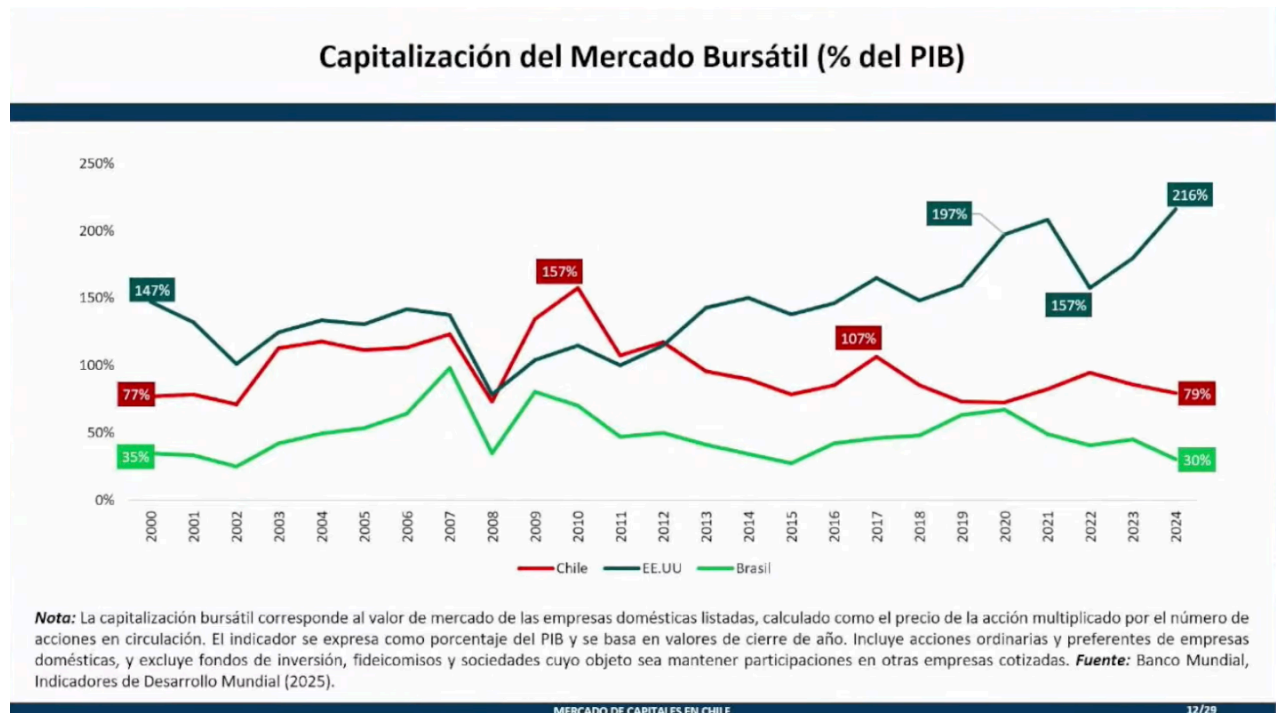
10/29

Ahora, ¿qué tienen estos cuatro países, Singapur, Hong Kong, Irlanda y Luxemburgo? Destacan por su integración global, por la innovación financiera y la atracción de capitales internacionales. Nosotros tenemos un sistema financiero sólido y confiable, pero tenemos menos diversidad, menos profundidad y menos sofisticación de mercado. Tenemos buenas condiciones, pero tener buenas condiciones -solidez jurídica, estabilidad, instituciones- no es suficiente. Aquí se requiere más, si queremos ser líderes regionales y desarrollar una industria de exportación de servicios financieros.



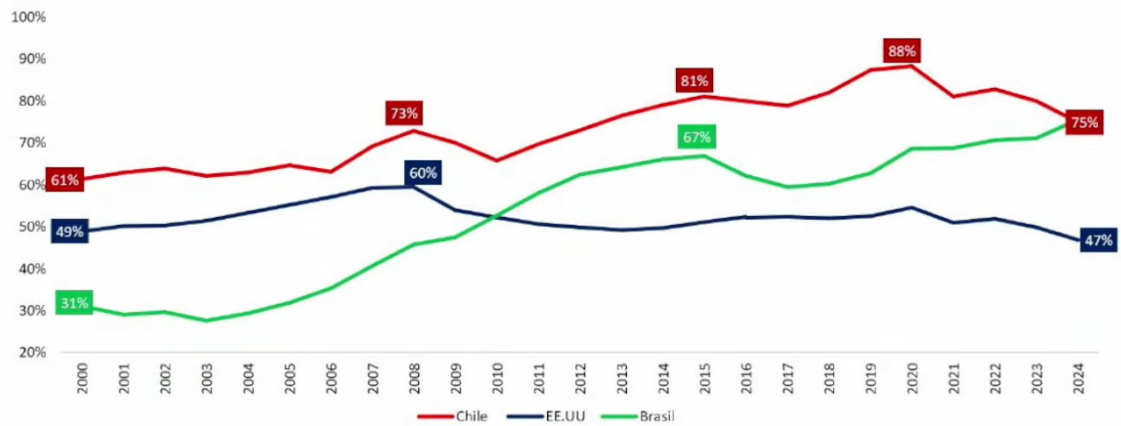
Y aquí planteamos lo que podemos llamar los siete magníficos, los siete factores que impulsan el desarrollo de un centro financiero. En primer lugar, la estabilidad macroeconómica. La estabilidad macroeconómica es como la base; a veces ni siquiera la tocamos -decimos: bueno, estamos bien-, pero es una base: sin estabilidad macroeconómica no hay posibilidad de desarrollo de un centro financiero líder en nuestra región y con posibilidad de transformarse en un competidor global. Después, por supuesto, marcos regulatorios predecibles: eso significa estabilidad, no significa inmovilidad, pero sí una cierta predictibilidad en los marcos regulatorios. Sistemas tributarios competitivos: vamos a tocar ese punto, porque después vamos a ver lo que hemos avanzado en la actual tramitación del Proyecto de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico que se está tramitando en el Congreso; ya hay un avance interesante ahí. Después, apertura e integración internacional: no vamos a ser competitivos para vendernos cosas entre nosotros y ofrecer servicios solamente en Chile; tenemos que pensar en el exterior. Capital humano especializado: hay países -los tenemos en el estudio- que adoptan estrategias explícitas de integración, entre la universidad, por ejemplo, y la empresa, para desarrollar capital humano especializado. Innovación financiera. Y una

infraestructura de mercado sofisticada que permita que todo este ecosistema -como se dice hoy día- funcione.



Avances, retrocesos y posición actual. Partamos por la capitalización bursátil. Nosotros tuvimos por ahí 157% del PIB a comienzos de la década anterior; hoy día estamos en 79%, o sea, ha habido un retroceso bastante significativo. Tenemos más que Brasil, pero muchísimo menos que Estados Unidos, que tiene más de 200% de su PIB en capitalización de mercado bursátil.

Crédito bancario al sector privado (% del PIB)

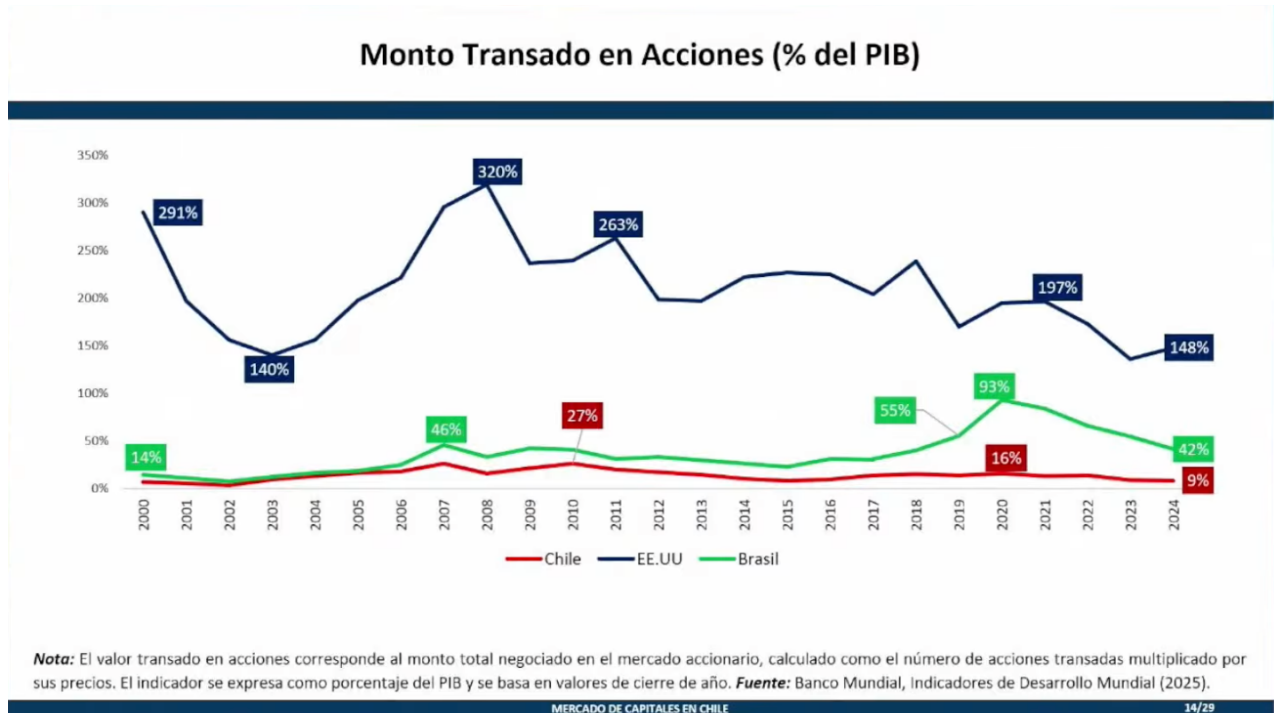


Nota: El crédito bancario al sector privado corresponde a los recursos financieros otorgados por instituciones de depósito, excluyendo al banco central. Incluye préstamos y otros instrumentos de crédito, y se expresa como porcentaje del PIB. Las cifras corresponden a valores de cierre de año. **Fuente:** Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial (2025).

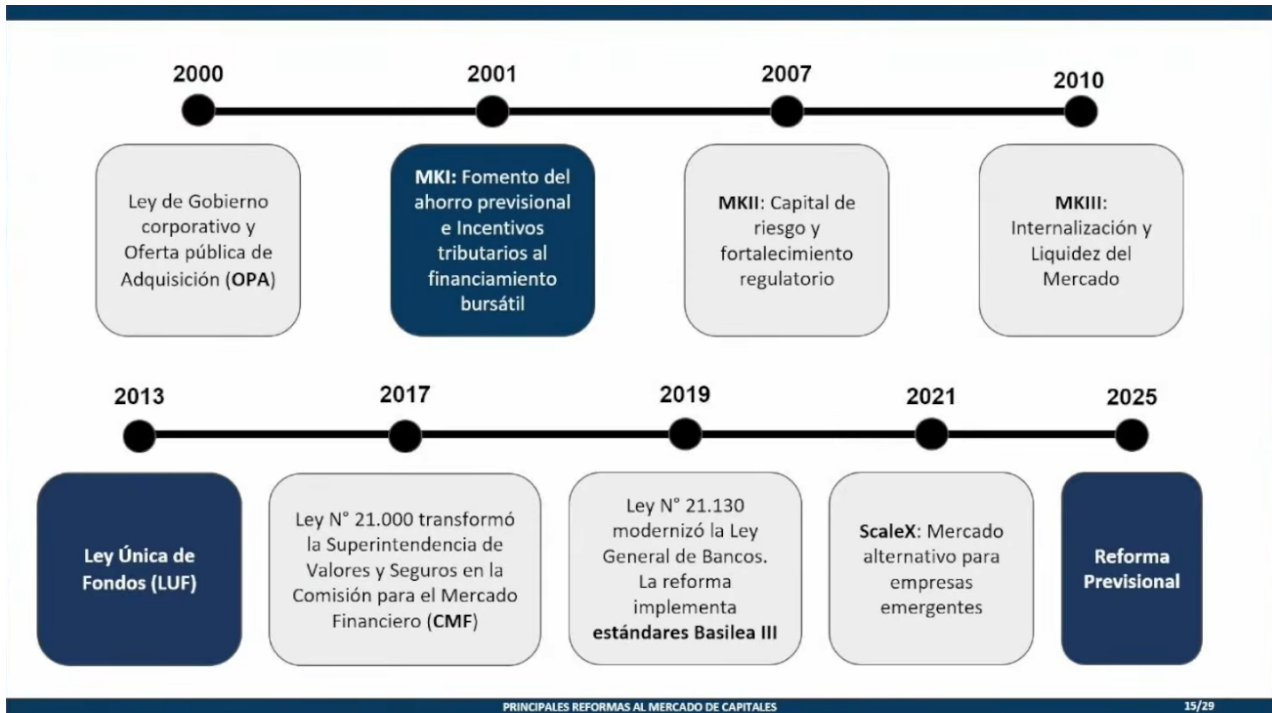
MERCADO DE CAPITALES EN CHILE

13/29

En crédito bancario al sector privado tenemos 75% del PIB; tenemos más que Estados Unidos, donde hay mecanismos de financiamiento distintos al crédito y más utilizados.

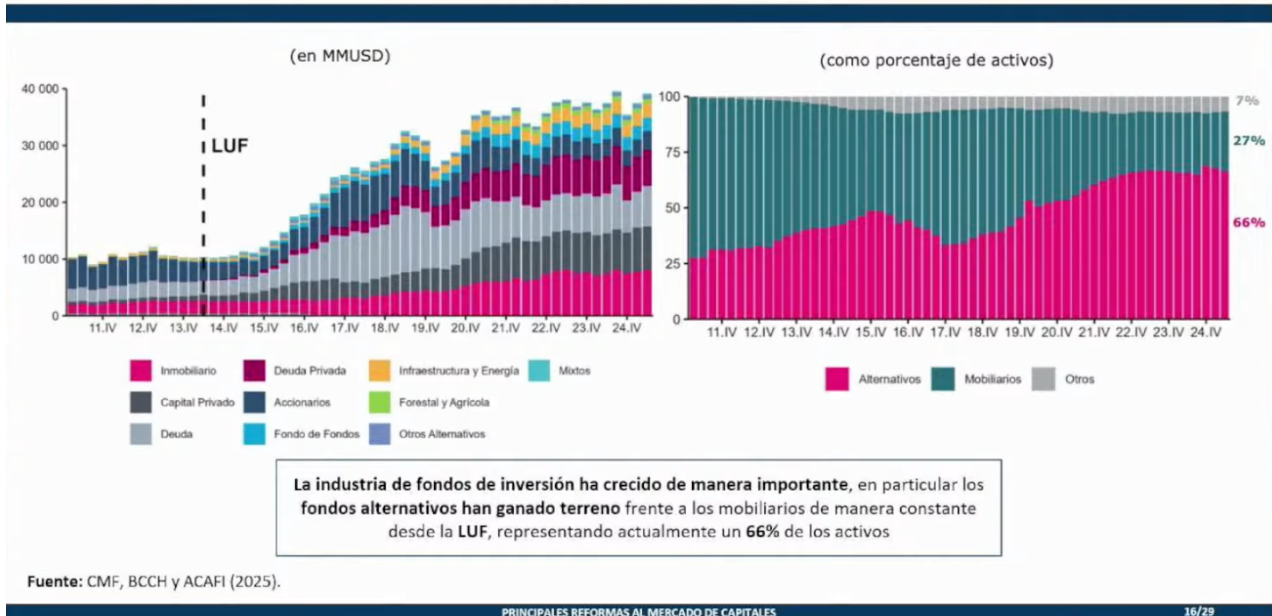


En monto transado en acciones, aquí sí que palidecemos: en Estados Unidos se transa 148% del PIB en acciones y nosotros transamos el 9%; llegamos a transar el 27% por ahí por el año 2010. Y nos sigue Brasil, que tiene un 42% de monto transado en acciones.

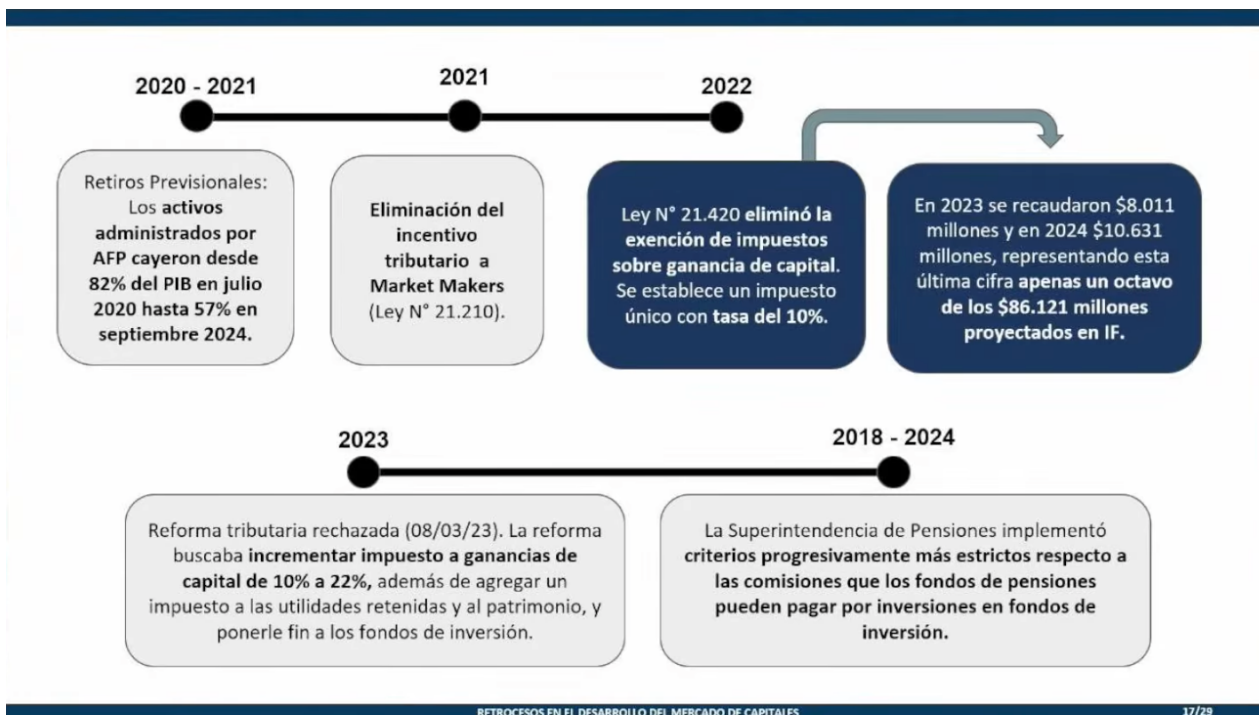


Ahora, reformas al mercado de capitales. Nosotros no hemos estado ausentes de reformas del mercado de capitales; hemos tenido reformas interesantes y algunas muy positivas en los últimos años. Las vamos a ver -no tengo tiempo de referirme a todas ellas; he marcado tres por ser especialmente relevantes, sin desmerecer las otras-. Está la ley de OPAs del año 2000. El año 2001, MK1: el comienzo del APV y los incentivos tributarios al financiamiento bursátil; de ahí viene la exención al impuesto de ganancia de capital para los valores que tienen presencia bursátil. Después MK2, MK3, la Ley Única de Fondos -me voy a referir a ella en un momento más-. Después tenemos la ley 21.000, que crea la CMF. Después la Ley General de Bancos de 2019, con Basilea III. Y, por último, la reforma previsional, cuya implementación estamos en pleno proceso de ver cómo esos seis puntos porcentuales de mayor cotización van finalmente a confluir al mercado de capitales.

Aumento de Fondos de Inversión según clase de activo (a Q2.2025)



Y esto solamente por poner el ejemplo de una industria que creció muchísimo y que tiene un punto de partida aquí, la Ley Única de Fondos: luego de que se aprobó y empezó a regir la Ley Única de Fondos, los fondos de inversión crecen de 10.000 a cerca de 40.000 millones de dólares. Es una industria que se multiplica por cuatro, lo cual muestra que una acción decidida en torno a simplificar y crear una institucionalidad -una ley única de fondos- tuvo un resultado bastante notable en términos del aumento de los fondos de inversión.



RETROCESOS EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

17/29

Pero también hemos tenido retrocesos, y retrocesos importantes en el mercado de capitales. O sea, hay cosas positivas y hay cosas negativas. Los retrocesos son relativamente recientes: 2020-21, los retiros previsionales; casi 50.000 millones de dólares. Jibarizaron el mercado de fondos de pensiones, lo redujeron fuertemente. Después, la eliminación del incentivo tributario al *market maker*, como si los *market makers* -ustedes los conocen- no fueran importantes para generar las puntas de compra y venta y dar liquidez al mercado. Quiero mencionar -y está en azul aquí- que se eliminó la exención del impuesto sobre la ganancia de capital.

Fíjense lo que pasó con la exención del impuesto de ganancia de capital. Resulta que seguimos los informes financieros -no hay que preocuparse de los informes financieros solo cuando están en discusión en el Congreso; hay que seguirlos después, a ver si cumplen o no cumplen-. Ya sabemos, por ejemplo, de una reforma tributaria del año 2014 que recaudó la mitad de lo que decía su informe financiero. Bueno, aquí el informe financiero decía que íbamos a recaudar casi 90.000 millones de pesos y el primer año recaudamos 8.000. O sea, se eliminan exenciones pretendiendo una recaudación que no ocurre y, de paso, le hacemos un daño enorme al mercado de capitales. Eso es un elemento lamentable que ocurrió y que hoy día se está revirtiendo: estamos volviendo a esta exención del impuesto de

ganancia de capital, en circunstancias de que los principales centros financieros del mundo no tienen impuesto a la ganancia de capital. Hay que discutir después a quién se aplica la exención, todos los detalles, pero este es un tema importante. Sobreestimamos extraordinariamente en este informe financiero cuánto íbamos a recaudar y al final recaudamos entre el 10% y el 12% de lo que se había planteado en un comienzo.

Después, la reforma tributaria del año 2023. Por ahí, en una columna que publicamos con Guillermo Tagle, la llamamos un Exocet al mercado de capitales. Esto establecía un aumento del impuesto de ganancia de capital -no contentos con el 10%, que no había recaudado prácticamente nada, llevar el impuesto al 22%-; después, agregar el impuesto a las utilidades retenidas, al patrimonio; poner fin a los fondos de inversión, por ponerlo así, en términos simples. Esta era la lápida del mercado de capitales. Afortunadamente, esta reforma de 2023 fracasó. Después tenemos un tema ahí en la Superintendencia de Pensiones entre los años 2018 y 2024, en que hay criterios progresivamente más estrictos respecto de las comisiones que los fondos de pensiones pueden pagar por inversiones en fondos de inversión. Y, los activos de fondos de pensiones: de 82% del PIB, hoy día estamos en 64%. Esta historia la sabemos: son los retiros, fundamentalmente.

VENTAJAS DE LA ECONOMÍA CHILENA

País	IMD World Competitiveness Ranking 2026
Chile	43
Argentina	58
Colombia	59
Perú	60
México	62
Brasil	65
Venezuela	70

Chile presenta un desempeño competitivo en los principales pilares del **IMD 2025**, liderando la región en **eficiencia del gobierno** y ubicándose consistentemente entre los primeros lugares de América Latina en **eficiencia empresarial, infraestructura y desempeño económico**.

Nota: El World Competitiveness Ranking del International Institute for Management Development (IMD) evalúa a las economías a partir de cuatro pilares: desempeño económico, eficiencia del gobierno, eficiencia empresarial e infraestructura.

Fuente: IMD, 2025.

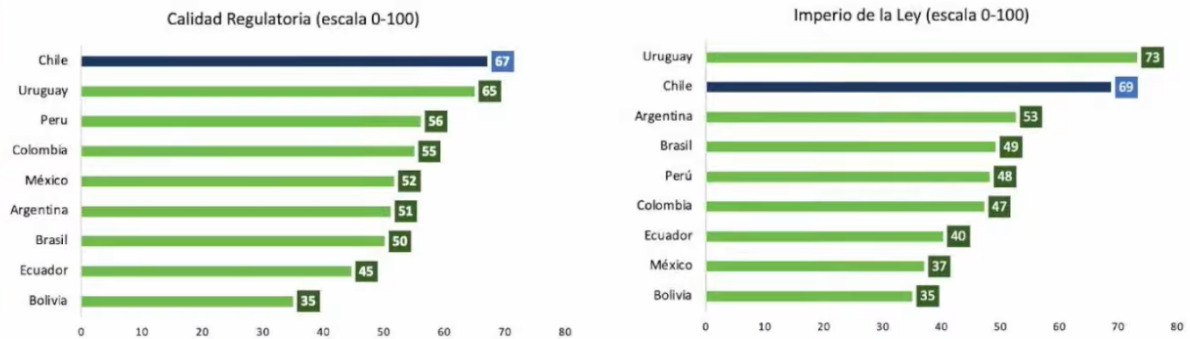
VENTAJAS DEL MERCADO FINANCIERO CHILENO EN AMÉRICA LATINA

19/29

Pero hay ventajas del mercado financiero chileno en América Latina. Acaba de salir el índice IMD de competitividad, y Chile está 43. Este no es un índice de mercado financiero; es un índice, digamos, de eficiencia empresarial, infraestructura y desempeño económico. Pero es interesante porque revela un poco esta idea del ecosistema en el que nos estamos planteando. Chile es líder en América Latina. Ahora, lo que sí hay que decir también es que hemos perdido varios lugares en el ranking mundial: nosotros llegamos hasta el 19 en el IMD y hoy día estamos 43. Mantenemos el liderazgo en América Latina, pero retrocedimos del orden de 20 lugares, un poquito más.

VENTAJAS DE LA ECONOMÍA CHILENA

Índices de Gobernanza del Banco Mundial



Chile se posiciona entre los países con **mejor calidad regulatoria y Estado de Derecho en América Latina**, condiciones fundamentales para el desarrollo de servicios financieros sofisticados y la atracción de inversión internacional.

Nota: Indicadores presentados en escala relativa (0-100) definida por el Banco Mundial para facilitar la comparación entre países. **Fuente:** Worldwide Governance Indicators, Banco Mundial, 2024.

VENTAJAS DEL MERCADO FINANCIERO CHILENO EN AMÉRICA LATINA

20/29

En el Índice de gobernanza del Banco Mundial, en términos de calidad regulatoria, Chile está número uno en la región; en términos de imperio de la ley, estamos número dos. ¿Y con quién nos peleamos? Es interesante, porque nos peleamos casi con los mismos países: Uruguay. Estamos siempre ahí, en la punta de este tipo de índices, con Uruguay. En índice de capital humano -fíjense que esto es súper importante, porque el mercado financiero requiere capital humano especializado- estamos a la cabeza de la región y a cierta distancia: le ganamos a Uruguay, le ganamos a Perú. Este es un índice que también miramos bastante.

VENTAJAS DE LA ECONOMÍA CHILENA



El desempeño relativo de Chile en el Índice de Capital Humano del Banco Mundial evidencia una **base de capital humano comparativamente más desarrollada** en la región. Condición necesaria para avanzar hacia actividades financieras de mayor valor agregado.

Nota: El índice mide el capital humano que un niño nacido hoy puede esperar acumular antes de incorporarse al mercado laboral, combinando indicadores de salud, educación y empleo. Escala de 0 a 325; cada punto equivale aproximadamente a 1% de mayores ingresos laborales esperados. **Fuente:** Banco Mundial, Human Capital Index Plus (HCI+) 2026.

VENTAJAS DEL MERCADO FINANCIERO CHILENO EN AMÉRICA LATINA

21/29

Vámonos al impacto económico de convertir a Chile en un centro financiero. ¿Qué podemos decir y dónde nos vamos a poner? Claro, si dijeran: oiga, vamos a hacer lo de Luxemburgo, 25% del PIB... No, pues; uno también tiene que plantearse metas que sean realistas. Si tenemos entre 2 y 3% del PIB, supongamos que nos ponemos como meta al 2035 -estos son KPI, metas- ir a 5% del PIB. Tendríamos más de un cuarto de millón de personas empleadas en el sector financiero; habría aquí más de 60.000 empleos adicionales. Ustedes pueden decir: «Es poco ambicioso tener un 5% del PIB», pero cuando uno está entre el 2% y el 3%, es doblar el tamaño del sector financiero relativo a la economía.

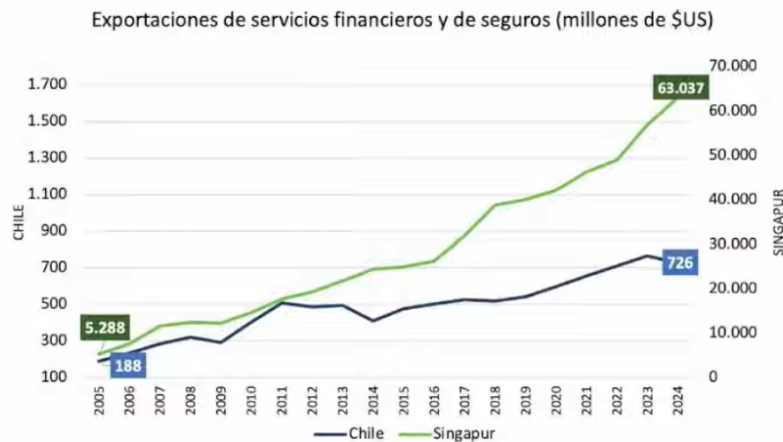
Sector financiero: mas formalidad y mejores salarios

Sector	Ingreso mediano 2024
Financiero y Seguros	\$1.212.023
Minería	\$1.080.000
Profesionales/Científicas	\$1.007.710
Información y Comunicaciones	\$997.507
Administración Pública	\$957.606
Total nacional	\$611.162

Según la Encuesta Suplementaria de Ingresos 2024 del INE, el sector de actividades financieras y de seguros registra el ingreso mediano más alto de todos los sectores económicos del país.

Ahora, lo interesante es que -y esto, les quiero decir, para mí fue una sorpresa- yo pensaba antes que el sector mejor pagado en términos de la mediana salarial, que es lo que estamos midiendo, el ingreso mediano, era el sector minero. Pero no es así: el sector minero es segundo. El sector mejor pagado es el sector financiero. Entonces, aquí tenemos la posibilidad de expandir un sector que es el mejor pagado en la economía y que tiene altos niveles de formalidad. O sea, todo va, de alguna manera, ecuacionándose, todo va resultando: este es el sector que paga los mejores salarios de la economía.

La brecha en exportaciones de servicios financieros evidencia el potencial no explotado de Chile



Fuente: Banco Mundial, 2024.

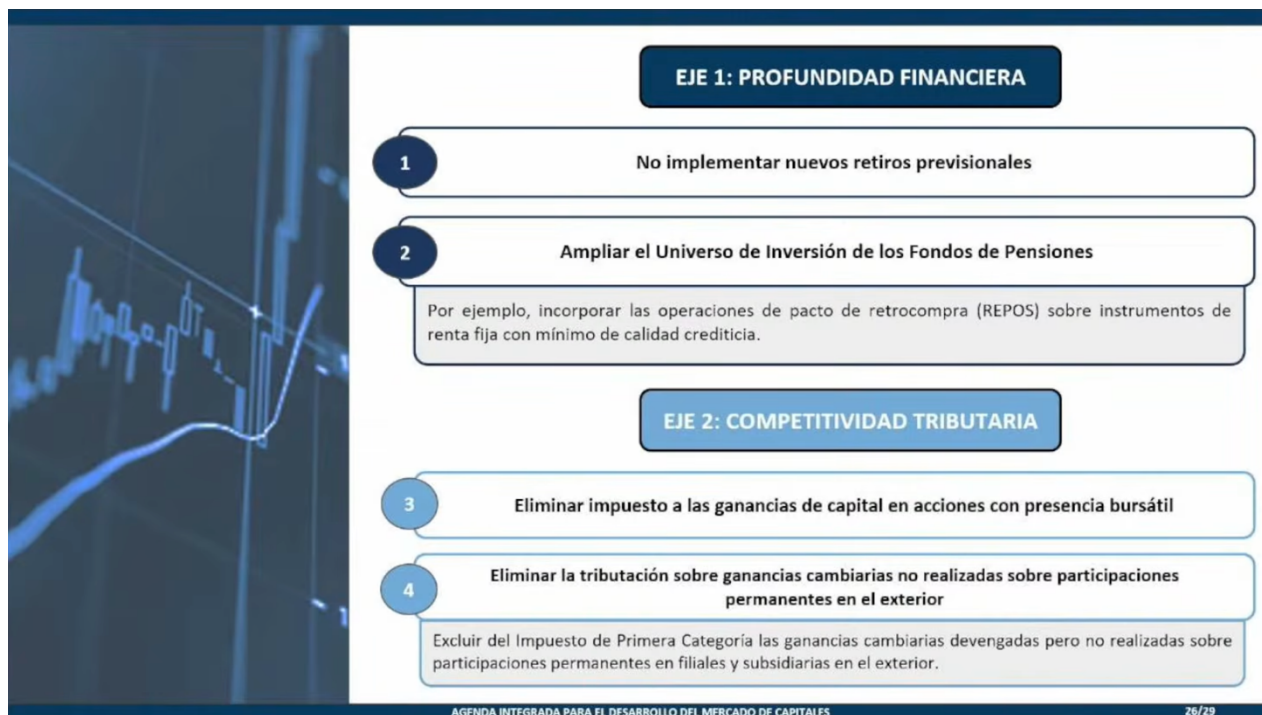
Singapur multiplicó por más de doce veces sus exportaciones de servicios financieros en las últimas dos décadas, pasando de cerca de US\$5 mil millones a alrededor de US\$63 mil millones anuales en 2024.

En contraste, **Chile mantiene niveles persistentemente bajos**, lo que evidencia un amplio margen de expansión.

Y esto también es bastante notable. En el año 2005 -vamos a comparar una evolución de 20 años- Singapur exportaba casi 5.300 millones de dólares en servicios financieros y de seguros, y Chile exportaba 188. Pero piensen lo que pasó: el año 2024, Singapur exportó más de 63.000 millones de dólares. O sea, Singapur multiplicó sus exportaciones de servicios financieros y de seguros por 12 y Chile, en el mismo lapso... sí, creció, creció tres veces y media. Los otros multiplicaron por 12 y nosotros tres veces y media. Y por eso es que el sector financiero es tan importante en Singapur: porque han logrado no venderles a los mismos habitantes de ese pequeño Estado, sino ser un competidor mundial en materia de servicios financieros.



Y vámonos, finalmente, a la agenda integrada de mercado de capitales para el desarrollo de nuestro mercado. Aquí está la estabilidad macroeconómica, ahí al centro: esto es lo que no podemos perder si queremos ser un centro financiero regional, un exportador de servicios financieros competitivo en el mundo. Pero aquí están los otros ejes: profundidad financiera, competitividad tributaria, apertura internacional, capital humano especializado, infraestructura de mercado y transparencia, supervisión e innovación.



En términos de profundidad financiera, esto sería como un compromiso país: no implementar nuevos retiros previsionales. Creo que es algo contra lo cual debemos luchar. Después, ampliar el universo de inversión de los fondos de pensiones: por ejemplo, incorporar las operaciones de pacto de retrocompra, las repos, que son instrumentos de renta fija, con un mínimo de calidad crediticia.

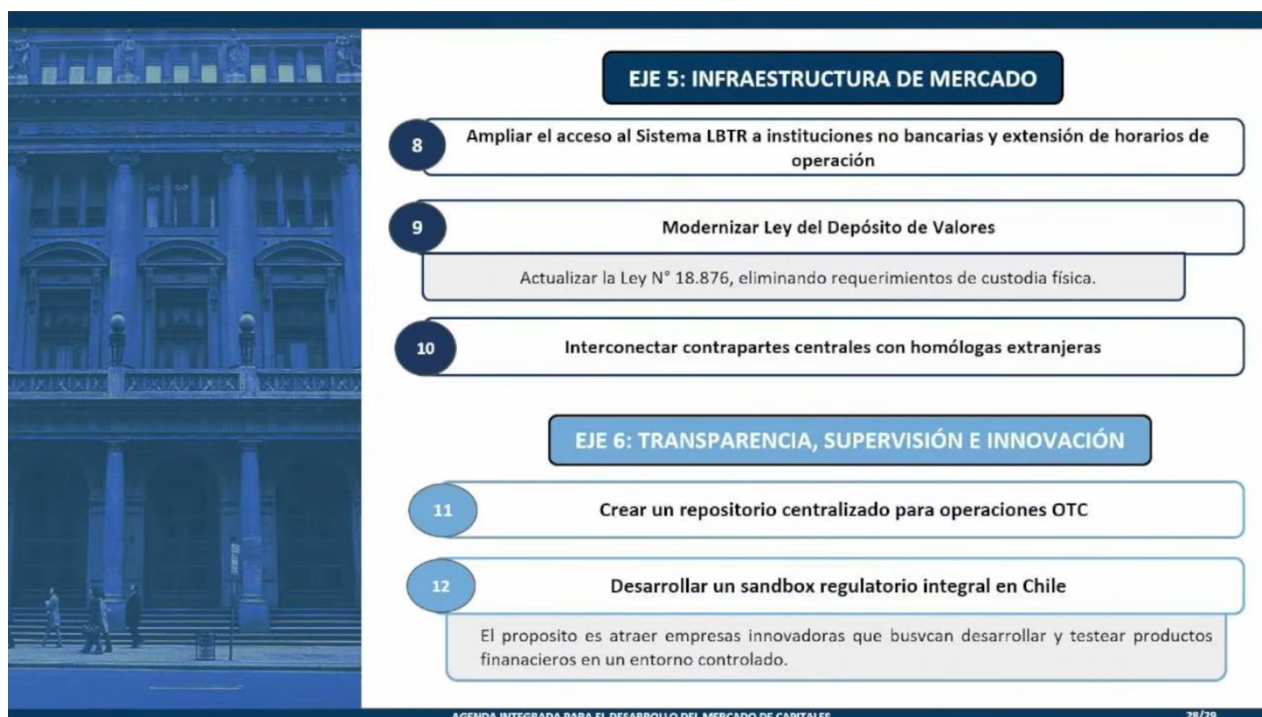
Después, en competitividad tributaria: de una vez por todas, eliminar el impuesto a la ganancia de capital. Si el proyecto de reconstrucción nacional pasa como está, vamos a tener esto. Pero hay otro tema, que es eliminar la tributación sobre ganancias cambiarias no realizadas sobre participaciones permanentes en el exterior. Esto es sobre lo devengado: se devenga y se paga un impuesto sobre ganancias que son cambiarias; es una ganancia de capital expresada en moneda nacional, pero que no se ha realizado. Este es otro tema importante.



En apertura internacional: reconocer valores extranjeros por equivalencia regulatoria. Esto es algo que requiere coordinación de las autoridades de los países. Pero, por ejemplo, si hay empresas que están en *good standing*, como se dice, en sus propios países, la posibilidad de reconocerlas en el mercado local. Esa es la idea que está detrás, y que esto sea un mecanismo automático: mire, esto está bajo la regulación de tal país, reconozco a ese regulador y, por tanto, reconozco ese valor para efectos de ser transado en el mercado local. Después, facilitar el acceso de las AFP a los mercados *over the counter* de renta fija; hoy día eso es bastante engorroso y complicado.

Capital humano especializado: una estrategia nacional de capital humano en el sector financiero. Esto no existe en Chile. ¿Y saben qué? Hay otros países que la tienen: Hong Kong y Singapur tienen estrategia nacional de capital humano para el sector financiero. Este es otro elemento importante: no basta con tener competitividad tributaria; tenemos que tener las personas para que podamos hacer realidad esta idea de Chile centro financiero. Y también alianzas estratégicas con las universidades, los centros de investigación y el sector financiero, pero además visas especializadas. Algo hemos hecho: el canciller hizo algo con la India, de entregar

visas especializadas -no eran solamente para profesionales financieros-, pero ahí hay otra idea que se podría intentar.



Infraestructura de mercado: ampliar el acceso al sistema LBTR a instituciones no bancarias y extender los horarios de operación del LBTR; eso también es un elemento. Después, modernizar la ley del depósito de valores e interconectar contrapartes centrales con homólogas extranjeras. Esta interconexión la hemos visto en otros lugares también: nosotros hablamos de las ventanillas únicas en comercio exterior de bienes; bueno, aquí estamos hablando de una suerte de interconexión, pero en este caso para un servicio, para servicios financieros.

Y el sexto eje: transparencia, supervisión e innovación. Un repositorio centralizado para operaciones over the counter y desarrollar un sandbox regulatorio integral en Chile: la idea de que las empresas innovadoras puedan tener un espacio para poder desarrollarse bajo determinadas regulaciones.

Esperamos con esto entregar una contribución para tomarnos en serio esta agenda. Es un momento bien especial, porque las autoridades de gobierno acaban de decir que la próxima reforma que viene, después de aprobar el proyecto de

Reconstrucción Nacional en materia económica, es justamente la reforma al mercado de capitales. Lo que nosotros hemos hecho a través de este trabajo, con bastante cooperación y con mucho trabajo en equipo, es tratar de aportar a este desarrollo que es tan importante para nuestro país, y que por fin la idea de ser un exportador de servicios financieros de clase mundial, un centro financiero regional, sea realidad.

PANEL DE CONVERSACIÓN



El panel de conversación reunió a la presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero, al coordinador de Mercado de Capitales del Ministerio de Hacienda, al presidente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales y al presidente del Depósito Central de Valores, para comentar los hallazgos del estudio presentado por Felipe Larraín y proponer líneas de acción desde sus respectivos ámbitos. La conversación, moderada por Hermann González, coordinador macroeconómico de **CLAPES UC**, se organizó en dos rondas: una primera con los comentarios generales de cada panelista sobre el estudio, y una segunda centrada en preguntas más específicas planteadas por el moderador y por el público.

INTERVENCIÓN HERMANN GONZÁLEZ

Coordinador económico de CLAPES UC



Muchas gracias, Felipe, por este panorama tan completo. Ahora le toca al panel, la parte de estos seminarios que más disfruto: escuchar a quienes viven esta agenda desde ángulos distintos, día a día. Nos acompañan hoy Catherine Ternel, presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero; Eugenio Symon, coordinador de Mercado de Capitales, Asuntos y Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda; Mauricio Larraín, presidente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, y Guillermo Tagle, director de empresas y presidente del Depósito Central de Valores. Muchas gracias a los cuatro por acompañarnos.

La idea es que tengamos dos rondas de intervenciones de los panelistas. En la primera les pedimos a nuestros cuatro invitados que hagan sus comentarios respecto del estudio; que lo vean desde sus áreas de interés, de trabajo y de conocimiento; que hagan críticas, sugerencias y propuestas adicionales. El tiempo

es de siete minutos; yo les voy a ir avisando cuando les quede uno. Partimos entonces con la presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero, Catherine Tornel.

INTERVENCIÓN DE CATHERINE TORNEL

Exministro de Relaciones Exteriores (2010-2014)



Primero, comenzar valorando este estudio: es un excelente estudio, hace una muy buena descripción de lo que ha sido el desarrollo del mercado de capitales chileno y de cómo eso ha ido respondiendo a las distintas iniciativas legislativas y regulatorias, porque, efectivamente, hay un tremendo espacio para impulsar desde las políticas públicas el mercado financiero.

Me gustaría centrarme en las características que, según el estudio, comparten estos cuatro centros financieros. Quiero centrarme en aquella que es más atingente a la CMF, que se refiere a marcos de regulación estables, pero también claros, para que los inversionistas extranjeros lleguen a los mercados locales y para que los mercados locales puedan ofrecer servicios hacia inversionistas extranjeros. Lo primero que tenemos que tener es un marco regulatorio claro. Nosotros como CMF entendemos eso y por eso estamos trabajando en los compendios de normativa financiera.

Hemos revisado más de 300 normas; el objetivo ahí es ordenar la normativa, hacerla clara, entendible, y también modernizarla, porque la regulación tiene que ser dinámica y tiene que irse adecuando a los nuevos modelos de negocio. Creemos que el mercado financiero está cambiando rápidamente y, por lo tanto, la regulación debe ir adecuándose. En ese sentido, ya hemos publicado varios de estos compendios: para AGF, empresas de auditoría externa, bolsas e intermediarios, clasificadoras de riesgo y emisores de valores. También es importante decir que el trabajo no se agota acá: tener esta normativa ordenada solo facilita la revisión, pero es necesario estar continuamente preguntándonos: cómo podemos hacer que la regulación facilite que se hagan nuevos negocios, cómo podemos desde la regulación facilitar el desarrollo del mercado financiero.

Otra característica que planteaba el estudio y que me gustaría resaltar es que en todas estas legislaciones que revisaron, en los cuatro centros financieros que deberíamos mirar como modelo para el caso de Chile, el regulador tiene entre sus objetivos el desarrollo de mercado. Es similar a lo que se hizo con la CMF cuando se creó: se reúne a la ex SBIF y a la SVS y se le da un mandato de desarrollo de mercado. Eso es bastante novedoso y nuevo para nosotros y, por lo tanto, estamos trabajando fuerte como CMF para hacer carne ese mandato y para que efectivamente se refleje en una reactivación de nuestro mercado financiero.

Adicionalmente, también es importante que, si los marcos regulatorios son flexibles y permiten la innovación en los mercados financieros, permiten hacer nuevos negocios, eso tiene que ir necesariamente acompañado de una supervisión efectiva. Tenemos que detectar a tiempo los riesgos emergentes y tenemos que detectar a tiempo las malas conductas y a aquellos que están haciendo una mala utilización del mercado financiero. Para eso necesitamos una supervisión muy bien realizada; necesitamos detectar a tiempo las amenazas y, cuando encontremos que alguien está actuando con dolo, tratando de dañar a otro haciendo uso inadecuado de la información o de las herramientas del mercado financiero, entonces hay que actuar con el máximo rigor. Entonces: regulación flexible, pero supervisión oportuna y extremadamente dura cuando hay dolo.

Si uno mirara los modelos imperantes en el mundo, esto se parece más bien al modelo de Estados Unidos, que tiene regulación flexible pero, cuando descubro que alguien está haciendo mal uso de las herramientas del mercado financiero, aplico todo el rigor de la ley. Es más parecido a eso que al caso de Europa, que tiene regulaciones más prescriptivas, donde la supervisión puede no ser tan dura, pero la regulación termina matando espacios de innovación y de creación de nuevos negocios. Entonces, cuando vemos hacia qué modelo deberíamos parecernos más, todo indica que debiéramos avanzar y transitar hacia el modelo de Estados Unidos, que coincide con estas cuatro jurisdicciones que se revisaron en el estudio.

Otro elemento importante que menciona el estudio es que todos estos reguladores tienen un diálogo permanente con el sector privado y, de hecho, tienen instancias formales de relacionamiento con él. En el caso de Chile tenemos una excelente instancia, dada por el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, que es liderada por el Ministerio de Hacienda a través de la coordinación de mercado de capitales, y que a través de esa coordinación se relaciona con cada uno de los reguladores involucrados.

Por último, me gustaría resaltar que el esfuerzo tiene necesariamente que ser con visión integral y de manera coordinada con los demás reguladores. No podemos avanzar como CMF sin tomar en cuenta a la Superintendencia de Pensiones, porque representan más de un cuarto de los activos del sistema. Estamos trabajando de manera coordinada con el Superintendente de Pensiones para avanzar, porque sus objetivos, que son mejores pensiones, están muy en línea con tener un mercado más desarrollado; un mercado más desarrollado también contribuye a que todos los chilenos puedan tener mejores pensiones. Y, adicionalmente, con el Servicio de Impuestos Internos también es importante avanzar coordinados, porque nos cruzamos en varios aspectos. De hecho, en el mercado de los repos nosotros avanzamos en normativa, pero se necesitaban necesariamente algunos pronunciamientos y algunas interpretaciones del Servicio de Impuestos Internos, que ya fueron aclaradas -faltan algunas que son marginales-; ya nos reunimos con el director del Servicio de Impuestos Internos, que tiene la mejor voluntad para seguir

avanzando en esa vía. Entonces, me gustaría resaltar la importancia de la mirada integral y del trabajo coordinado con las demás autoridades.

Y, por último, también menciona el estudio la importancia de la innovación. A través de la Ley Fintech se ha impulsado la innovación, no solamente del sector fintech, sino de todo el sector financiero: el sector fintech fue un motor, pero todo el sector financiero está avanzando en introducir más innovaciones en sus procesos; con eso se alcanza mayor eficiencia y se cubren mejor las necesidades de los clientes. Adicionalmente, nosotros como CMF también hemos avanzado: tenemos, por ejemplo, un sandbox tecnológico. Un sandbox regulatorio, que es lo que propone el estudio, sería ir un paso más allá, porque eso requiere un cambio en la ley; pero, hasta donde nos permite la ley, tenemos este sandbox tecnológico, que lo que hace es permitir que, en un ambiente de prueba, distintos innovadores vayan a probar sus modelos de negocio. Entonces, estamos avanzando decididamente en la vía que propone el estudio y tenemos bastante coincidencia en que esos son los factores que efectivamente hay que mover para poder llegar a un mercado financiero mucho más desarrollado.

HERMANN GONZÁLEZ

Vamos a tener una segunda ronda de comentarios, así que destaco tres elementos de su participación: el concepto de regulación flexible pero supervisión dura, en primer lugar; segundo, la necesidad de tener un diálogo permanente, integral y coordinado con los distintos sectores; y también la importancia de la innovación, el creciente desarrollo y la velocidad con que están cambiando las cosas en el mercado de capitales y en todo orden de cosas. Pasemos, en segundo lugar, a la visión del Ejecutivo a través del coordinador de Mercado de Capitales y Finanzas Internacionales, Eugenio Symon.

INTERVENCIÓN DE EUGENIO SYMON

Coordinador de Mercado de Capitales, Asuntos y Finanzas
Internacionales, Ministerio de Hacienda



Mi primer comentario sería que la presentación de Felipe está alineada -o siento que está alineada- completamente y coincide con el diagnóstico que tiene el actual gobierno sobre el tema del mercado de capitales. El mercado de capitales es el motor -coincidimos- de nuestra economía; es el corazón que alimenta el proceso de crecimiento, el proceso de inversión, la canalización de inversión, el desarrollo y el bienestar. Esa es nuestra coincidencia.

De alguna forma, me llamaba la atención lo que decía Alberto, en el sentido de que hoy día, con varias reformas en el mercado de capitales, con varios avances y con varios retrocesos que mencionaba Felipe, no hay balas de plata. No hay una sola bala de plata que nos ayude o nos permita despegar y revolucionar nuestro mercado de capitales. Yo creo que el trabajo consistente, arduo y continuo del sector privado y

del gobierno son los elementos que nos van a ayudar a avanzar en esto. Si de alguna forma yo pudiera identificar una especie de bala de plata, diría que hoy día el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales es una instancia donde recogemos todas las iniciativas -o muchas de las iniciativas- que el sector privado ha desarrollado o está buscando, interpretando y promoviendo, y esa instancia canaliza con el Poder Ejecutivo los cambios que nos gustaría implementar.

Nosotros -y lo ha dicho reiteradamente el ministro de Hacienda- creemos que el sector privado es el motor que va a desarrollar nuestro mercado de capitales, y las puertas del ministerio, en ese sentido, están abiertas a las propuestas, sugerencias y opiniones de este sector. En eso tenemos que trabajar todos; es una tarea en conjunto: no es una tarea ni del regulador, ni del Ejecutivo, ni de la academia; el sector privado es el que tiene que promover, desarrollar y presentar propuestas concretas. Y, de alguna forma, aunque parezca un poquito tóxico, tiene que insistir y tiene que promover; en eso estamos.

Las coincidencias que planteaba Felipe con respecto a la agenda del mercado de capitales: la primera y gran coincidencia es que la reforma del mercado de capitales -o los cambios al mercado de capitales- no es para mejorar el mercado de capitales en sí, sino para promover el crecimiento y el desarrollo. Ese es el fin último: el bienestar. El gobierno ha insistido en que esto es, de alguna forma, lo que nos va a sacar de este estancamiento en el que estamos y que podemos seguir promoviendo: aumentar la inversión, elevar el crecimiento potencial, financiar innovación y emprendimiento, mejorar el acceso al crédito para personas y empresas, y generar empleo de alta productividad. Esa es la primera gran coincidencia que yo veo entre lo que plantea Felipe y la propuesta que tenemos como gobierno en este proceso.

El segundo tema de coincidencia es también lo que mencionaba la presidenta: incorporar una agenda de simplificación regulatoria. Eso es algo ampliamente consensuado por todos los agentes: simplificar la emisión de bonos, simplificar la inscripción en el Registro de Valores, agilizar las autorizaciones de la CMF -la presidenta ha insistido en que uno de los propósitos de su gestión es agilizar los procesos internos de la CMF-, facilitar la creación de fondos y revisar duplicidades regulatorias.

El tercer punto de coincidencia, y creo que es muy importante, es todo el tema de infraestructura financiera. De alguna forma, tenemos una misión y una obligación si queremos integrarnos al resto del mundo, si queremos atraer a inversionistas financieros internacionales -y no solo financieros, sino también inversión real- o integrarnos con el resto de los países de Latinoamérica, como comentaba Felipe en términos de la gestión y administración de inversiones: tenemos que conectarnos tecnológicamente; nuestro sistema, nuestra tecnología y nuestra estructura tienen que estar conectados. No podemos quedarnos con una infraestructura que solo sirva para nuestros propósitos internos, sino que tiene que facilitar la gestión y las acciones que toman los inversionistas internacionales que quieren venir a invertir en Chile. Por ejemplo, menciono Euroclear, que hoy día utilizamos: mayor participación de los inversionistas extranjeros en bonos locales; el mercado de repos, que ya lo mencionaron Felipe y Cati; el mercado de derivados y la liquidación internacional. Así es que en algún momento tenemos que trabajar y conducirnos a esa integración internacional.

El cuarto aspecto en que yo creo que hay coincidencia, aunque quizás no se enfatizó tanto en la presentación de Felipe, es todo el tema del desarrollo del mercado de deuda. El mercado de deuda es la principal fuente de financiamiento de nuestra economía, de nuestras empresas, de nuestras personas. Es un mercado enorme, gigante, al que tenemos que darle más cuerpo y más prioridad. Desde ese punto de vista, el Ministerio de Hacienda está trabajando muy arduamente en todo el proceso de implementar un esquema de formadores de mercado. Eso nos va a llevar a diseñar plataformas en las cuales pueda operar el mercado primario de deuda. Hoy día Chile -lo hemos visto a través de los años- ha incrementado su deuda, tanto en moneda local como internacional, en forma significativa: tenemos del orden de 161.000 millones de dólares de deuda [VERIFICAR EN AUDIO: 161.000 millones de dólares de deuda]; hemos duplicado el tamaño de nuestra deuda en los últimos 8 a 10 años. Ese proceso tiene que ordenarse, tiene que transparentarse y tiene que permitir que los inversionistas extranjeros participen en ese mercado con las mismas normas, reglas y procedimientos que operan a nivel internacional. No tenemos para qué inventar la rueda y, en ese sentido, ese proceso lo estamos desarrollando desde el Ministerio de Hacienda. Vamos a seguir anunciando avances en ese proceso,

complementado con todo el desarrollo del mercado de repos: es fundamental tener un mercado de repos en el cual los inversionistas puedan tener la alternativa de generar liquidez y participar en la inversión no solo en deuda soberana, sino también en deuda corporativa local.

El mercado de bonos corporativos tenemos que desarrollarlo: hay interés afuera por invertir en nuestro mercado privado; es un mercado que ha estado muy limitado y estancado en los últimos años y tenemos que darle un impulso. El financiamiento hipotecario: hemos conversado muchas veces y en muchas oportunidades sobre el desarrollo de este mercado, que es tan importante, y tenemos inversionistas institucionales con fondos y con apetito por invertir en esto en forma muy grande, algo que otros países de la región no tienen. Y también el mercado secundario de renta fija, que es algo que tenemos que perfeccionar y mejorar.

Por último -ya lo mencionó al final la presidenta-, coincidimos en una visión pro innovación financiera, y eso está identificado en todo el desarrollo que viene por delante en los temas de fintech, tokenización, activos digitales, finanzas abiertas y competencia bancaria. Tenemos muchos desafíos; creo que tenemos un buen punto de partida en nuestro mercado de capitales y creo que los avances los vamos a tener que hacer en conjunto entre el sector privado y el sector público. Ese es el desafío principal, creo yo, que tenemos hacia adelante: poder trabajar en forma coordinada y conjunta, y que se vean los frutos de ese trabajo en el mercado de capitales.

HERMANN GONZÁLEZ

Destaco, sobre todo, la necesidad de avanzar en simplificar la regulación, en fortalecer la infraestructura financiera y en desarrollar el mercado de deuda, y también el comentario en pos de avanzar en innovación financiera. No quiero dejar de destacar, además, el impulso que puede significar una reforma de mercado de capitales sobre el crecimiento económico: cuando se discute cómo lo vamos a hacer para lograr el crecimiento potencial de 4% y se plantea que el proyecto de reconstrucción no es suficiente para eso, creo que acá hay un segundo pilar que puede permitir avanzar en esa dirección de manera muy decidida. También destaco

la invitación al sector privado -parte del sector privado está acá presente y algunos nos están viendo por el streaming-: un llamado claro desde el Ejecutivo a contribuir con ideas y a aportar al desarrollo de esta agenda. Y ahora pasamos a un actor que ha sido nombrado en las dos intervenciones anteriores: el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales puede tener un rol muy importante en esta agenda y tenemos hoy la suerte de contar con su presidente, Mauricio Larraín.

INTERVENCIÓN DE MAURICIO LARRAÍN

Presidente del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales,
Ministerio de Hacienda



Me gustaría explicar brevemente en qué consiste el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, en caso de que alguien no sepa qué es. Este consejo es una mesa de diálogo público-privada que tiene un objetivo: asesorar al Ministerio de Hacienda en materias de mercado de capitales. Somos 25 consejeros de distintos sectores de la industria y hemos venido organizando nuestro trabajo de manera descentralizada, a través de seis grupos de trabajo distintos. Número uno, seguimiento de la implementación de la reforma previsional. Número dos -un tema que ya se ha tocado acá-, simplificación y armonización regulatoria. Número tres, cómo aumentar la profundidad y la liquidez de nuestro mercado. Número cuatro, y este es muy importante, proyección internacional de Chile. Número cinco, cómo

aumentar la inclusión y la innovación financiera. Y número seis, seguimiento de los proyectos de ley que están en este momento en el Congreso.

Una de estas seis líneas de trabajo -nosotros le llamamos proyección internacional, pero se le puede llamar exportación de servicios financieros o Chile como centro financiero regional- evidentemente tiene un traslape del 100% con el estudio de Felipe y de Hermann. Entonces, cuando yo supe que este estudio se estaba publicando, me salió una lágrima, porque me emocioné, Felipe. Porque dije: “Por fin se vuelve a poner este tema tan importante en el debate público”.

Este estudio me gusta por varias razones; déjenme mencionar algunas. Lo primero -esto lo dijeron tanto Alberto como Felipe, pero creo que es importante enfatizarlo- es el tamaño. Chile es un país pequeño, pero no por eso no podemos ser un centro financiero regional. Y me gustó mucho el ejemplo de Luxemburgo. Yo estuve en Luxemburgo hace unos tres meses, para la conferencia anual de la industria de fondos, la ALFI. Y, efectivamente, Luxemburgo es un país pequeño: tiene 700.000 habitantes; como comparación, eso equivale a la población de Puente Alto. Y tiene una industria de gestión de inversiones que administra activos por cerca de 10 trillions de dólares: 10 millones de millones de dólares. Cuando uno va a Luxemburgo se puede percibir en el ambiente el hecho de que es un centro financiero regional, porque no son solamente las administradoras de fondos: son los equipos de abogados especializados, las empresas de custodia, los asesores, los auditores, los proveedores tecnológicos; es todo lo que Felipe llamaba el ecosistema del mercado financiero. Entonces, número uno: el tamaño no es necesariamente la restricción.

Número dos: Chile tiene la solidez institucional; ya se destacó en el estudio. Tenemos la estabilidad macro, un mercado que tiene una supervisión financiera efectiva y un mercado muy sofisticado. Tenemos rule of law; a veces uno lo da por dado, pero en Chile, cuando se producen las elecciones presidenciales, los resultados de la elección presidencial se saben el mismo día. Miren lo que está pasando en otros países de la región. Tenemos toda esta ventaja institucional, pero no la estamos aprovechando del todo, en el sentido de que estamos con un sector financiero que contribuye al 3% del PIB. Luxemburgo, del que estaba hablando en el punto anterior, tiene un sector financiero que representa el 25% del PIB; es decir, por cada dólar de PIB que

produce Luxemburgo, 25 centavos los contribuye el sector financiero. Entonces, ahí tenemos una brecha que creo que es importante ir cerrando.

Y después, lo tercero, que me llamó mucho la atención, es que buena parte del deterioro reciente que ha tenido el mercado de capitales es autoinfligido. Tenemos que ser autocríticos. Los retiros previsionales de los años 2020 y 2021 drenaron cerca de 50.000 millones de dólares del mercado de capitales. Cuando se eliminó la exención del impuesto a la ganancia de capital, el año 2022, después de un año de implementación de esa medida el volumen transado en la bolsa cayó en 15.000 millones de dólares: una reducción del 35% respecto del año anterior. Entonces, ojo: acá las políticas públicas pueden ayudar mucho, pero también pueden dañar mucho al mercado.

Ahora, ¿cómo se relaciona el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales con todo esto? La conexión es muy estrecha. El estudio enfatiza que, si uno quiere llevar a cabo este anhelo, es importante entender la exportación de servicios financieros como un objetivo nacional explícito, que obviamente requiere un acuerdo político que sea transversal. Y esos son un poco los cimientos del Consejo Consultivo, en el sentido de que un objetivo nacional explícito no basta declararlo: hay que construirlo, y la manera como se construye es a través de acuerdos; acuerdos entre los actores del sector privado -la banca, las corredoras de bolsa, las gestoras de inversiones, las compañías de seguros y otros- y el Estado. Entonces, ahí el Consejo Consultivo está bien ubicado, porque es una mesa que se pone justo en la mitad, entre los actores del sector privado y el Estado. Y, por supuesto, tiene una característica: es apolítico. Este consejo se creó el año 2008, en plena crisis subprime, y ha existido por varios gobiernos de colores políticos muy distintos, porque las materias de mercado de capitales deberían ser técnicas, apolíticas y, por lo tanto, ir más allá del ciclo político.

Ya para ir cerrando: ¿qué hemos estado haciendo en el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales? Hemos estado apoyando a la coordinación de mercado de capitales con reuniones semanales, ya no con propuestas, digamos, a mil metros de altura, sino yendo a los detalles; o sea, qué inciso de qué artículo de qué ley hay que cambiar para poder lograr los objetivos que estamos buscando. No quiero entrar en

detalle, pero estamos trabajando en el artículo 107 de la Ley de Impuesto a la Renta, en lo relativo al impuesto a la ganancia de capital para las acciones. Otra cosa muy importante es el 104 -que tengo entendido que no está, no lo vi, en el estudio-, que tiene que ver con los bonos: en este momento hay fricciones que impiden, o que dificultan, que los inversionistas extranjeros puedan comprar emisiones de bonos locales. Entonces, estamos estudiando y tratando de proveer expertise técnico a la coordinación de mercado de capitales del Ministerio de Hacienda sobre cómo ir eliminando esas fricciones. Y el 108 de la Ley de Impuesto a la Renta, también, que tiene que ver con la tributación del mundo de los fondos. Entonces, para terminar: felicitar a Hermann y a Felipe por este estudio y, obviamente, ponernos como Consejo Consultivo del Mercado de Capitales totalmente a disposición para tratar de lograr este anhelo.

HERMANN GONZÁLEZ

Es muy valioso también saber el trabajo que hacen y comprender un poco más la labor del Consejo Consultivo; yo creo que hay un trabajo de comunicación importante que hacer para que esto se siga conociendo, se sepa el rol que ustedes tienen y la importancia que pueden jugar en este proceso. Me interesa también tu experiencia en Luxemburgo: en la segunda vuelta te voy a hacer una pregunta específica sobre ese tema, a ver si puedes profundizar un poquito más.

INTERVENCIÓN DE GUILLERMO TAGLE

Director de empresas y presidente del Depósito Central de Valores



Un par de anécdotas para empezar. Este estudio que presentan Felipe Larraín y **CLAPES UC** hoy, surge en una circunstancia bien diferente a la que actualmente tenemos. Esta iniciativa parte el año pasado: nos pusimos la meta de tener un proyecto para presentarle a un posible gobierno escéptico en materia de desarrollo del mercado de capitales, para poder motivarlo a actuar y considerar estas ideas. Sin embargo hoy, nos encontramos con un gobierno receptivo y muy comprometido con esta causa. Esto obviamente nos llena de entusiasmo y nos permite avanzar mucho más rápido en la materia. Cuando este trabajo empezó el año pasado, no se sabía quién iba a gobernar, y junto con **CLAPES UC**, la Bolsa Electrónica, Nuam, el DCV e InBest, decidimos preparar un proyecto para tenerlo listo y presentárselo a las nuevas autoridades. Un proyecto que destacara la importancia de focalizarse y lograr el desarrollo del mercado de capitales para el futuro.

¿Y por qué? Porque esta historia viene ya de muchos años; creo son más de 30 años en que tenemos la ilusión de que podemos hacer algo significativo con el mercado de capitales. Esto viene desde la época en que Chile hacía cosas transformacionales, y algunas de ellas realmente resultaron muy potentes. Las pongo a la altura del día en que Chile decidió que iba a ser una economía totalmente abierta y salió a firmar tratados de libre comercio con el mundo y la verdad, eso transformó nuestra economía: de ser una economía local y pequeña pasamos a ser una economía integrada al mundo, y hoy nadie puede dudar del salto que le significó a este país convertirse en una economía abierta.

También recuerdo un momento épico -los mayores a lo mejor lo recordarán-, cuando el entonces ministro de Obras Públicas, Ricardo Lagos, en un seminario de la Bolsa Electrónica, declara: «Vamos a pavimentar los caminos de Chile con las platas de las AFP». Ese “statement”, recién iniciada la democracia... pueden imaginar el shock que provocó en la industria de AFP. Obviamente, la primera lectura fue: «Señores AFP, pásennos la plata, que con sus fondos vamos a pavimentar las carreteras». Sin embargo, el concepto fue desarrollar la infraestructura pública con un modelo de concesiones público-privado, gestionado junto con el Estado, y que tiene a Chile en el estado de modernidad e infraestructura que tenemos hoy. Son visiones que tuvieron líderes en distintos momentos del tiempo y que transformaron Chile.

¿Por qué lo menciono? Porque el mercado de capitales, creo, es hoy la piedra angular que está pendiente de cambiar, la materia prima que está ahí esperando -que lleva 30 años en espera- para poder convertir realmente a Chile en un país desarrollado y que produzca bienestar para todos. Que por diversas razones, cada vez que se ha impulsado la iniciativa de construir un Mercado de Capitales internacional en Chile, no ha resultado. El primer impulso fue allá por el año 1998, antes del 2000; cuando se lanza esta idea se promulgaron proyectos de ley, se aprobaron en el Congreso. La ley de plataformas, invitaba a compañías multinacionales del mundo a establecer en Chile su base de operaciones para América Latina y financiarse vía emisiones de bonos y emisiones de acciones en el mercado chileno para financiar su expansión latinoamericana. Esa ley se promulgó,

se aprobó, tuvo hasta reglamentos, y nunca funcionó. Después se creó la Bolsa Off Shore. Como ven, la iniciativa incluso generó proyectos de ley que se aprobaron, pero que luego fueron anulados por normativas o reglamentos que las hicieron inoperantes.

Cuando uno mira hacia atrás, se pregunta ¿qué mató la iniciativa hace 30 años? Desde mi punto de vista, un detalle que siempre estuvo presente y que fue matando muchas de estas leyes, fue la preocupación de cómo hacer para evitar que los chilenos “no se nos disfracen de extranjeros y se beneficien de beneficios tributarios que no les corresponden”. Que condiciones que aplican a no residentes, fuesen “abusadas” por residentes de Chile. La ley de plataformas fracasó principalmente por eso. Se les exigió a las sociedades extranjeras, para poder establecerse aquí, abrir el secreto bancario, porque ¿cómo se hacía para que, cuando le repartieran un dividendo de una ganancia obtenida en Perú a un accionista español, no pagara impuesto en Chile? -porque no tenía que pagar impuesto en Chile; era un pass through- sin embargo, había que distinguir entre origen de ganancias y condición del accionista. Entonces empezó, las reglas empezaron con la obligación de levantar el secreto bancario, la preocupación, y siempre el celo era cómo evitamos que los chilenos se nos disfracen de extranjeros. En otra materia. si ofrecemos servicios de gestión patrimonial a no residentes y les permitimos tener un equivalente de RUT simplificado, que abran una cuenta de inversiones, que se les maneje su plata, que pase su plata por cuentas en Chile, ¿cómo evitamos que haya un chileno que arme una estructura afuera, aparezca como extranjero aquí, maneje sus inversiones y no pague impuestos? El germen de esa preocupación mató varios de los proyectos.

¿Qué tenemos hoy día que nos defiende de esas mismas inquietudes? Bueno, hoy existe una ley de elusión tributaria, hay una ley de delitos económicos, hay transparencia, hay sistemas de informática que permiten identificar y hacer seguimiento a los fondos. Tenemos un problema reciente en el tema del lavado de dinero, pero las redes mundiales de información respecto del lavado de dinero existen: las usan las bancas privadas y todo el mundo desarrollado. Entonces, hemos tenido un salto en la tecnología y en el reforzamiento regulatorio de Chile que nos permite, con más tranquilidad, poder ahora dar el salto.

Pero, a diferencia de lo que se ha planteado aquí, creo que de todas formas hoy sí se necesita una “bala de plata”. Y esa bala de plata es la convicción con la que el presidente Lagos dijo: «Vamos a pavimentar las carreteras de Chile con la plata de las AFP»; o cuando el gobierno del presidente Frei decide firmar tratados de libre comercio con todos los países que se pueda; o cuando se decide entrar a la OCDE, y para entrar a la OCDE había que limpiar las aguas servidas de las ciudades de Chile. Y esto yo lo repito mucho como ejemplo, porque poca gente lo sabe: ¿por qué tenemos plantas de tratamiento de aguas servidas en casi todas las ciudades de Chile? Porque para ser país OCDE uno tiene que tratar las aguas servidas; uno no está en la OCDE si tira las aguas servidas a los mares o a los lagos. Para eso hubo que tomar la decisión de privatizar las empresas sanitarias, porque hecho por el Estado no se iba a lograr, y por eso el presidente Frei, en su época, decide privatizar el sistema sanitario, para que hubiera inversión, pudiéramos cumplir con el estándar y nos convirtiéramos en el único país de América Latina que trata las aguas servidas.

Entonces, aquí se necesita una bala de plata, y esa bala de plata es el liderazgo, la convicción necesaria de quien empuje este proyecto, con la fuerza que me imagino que va a estar entre el ministro de Hacienda y el coordinador de mercado de capitales; aquí tiene que haber una convicción para que este proyecto realmente ocurra. Estoy convencido de que, afortunadamente -lo comentamos hace unas semanas, cuando vino Catherine Tornel por primera vez aquí a CLAPES UC-, la realidad “lamentable” (por la situación de nuestros países vecinos) es que este proyecto lo necesita no solo Chile: lo necesita América Latina. Nuestros países vecinos no tienen mercado de capitales. Los ciudadanos de los países de alrededor, cuando no son suficientemente ricos para que los atiendan en Nueva York o en Zúrich, guardan la plata debajo de la tierra, porque no tienen mercado de capitales para ahorrar; no tienen mercado de capitales donde puedan levantar capital para desarrollar una empresa en un mercado bursátil bien estructurado. Y el mercado desarrollado está tan lejos de nuestra región, la brecha entre Chile -o nuestra región- y Estados Unidos y Europa es tan grande, que nos vamos a seguir quedando cada vez más pobres, y vamos a ver cómo se hacen IPO de SpaceX que levantan 70.000 millones de dólares, o compañías que valen “trillions”, mientras los que eran los

large caps de Chile hace algunos años, cuando teníamos 157% del PIB en capitalización bursátil, hoy día no dan ni para “mid cap” en el mercado desarrollado.

O sea, la brecha es muy grande, Latinoamérica necesita este proyecto y yo creo que -tal vez con sesgo de haber trabajado siempre en esto- este proyecto es uno de los pocos diamantes en bruto que Chile tiene por explotar; por 30 años hemos tenido la idea y por 30 años no lo hemos logrado. Así que ojalá, cuando ya se termine el proyecto de reconstrucción y se lance este nuevo proyecto como la siguiente etapa, tengamos al ministro Quiroz invitado por don Felipe Larraín a presentarnos directamente su proyecto de Mercado de Capitales para el futuro, y pueda contar con todo el apoyo de todas las empresas que estamos tanto en el mundo de la infraestructura como en el mundo de los servicios financieros para que esto por fin lo podamos hacer realidad.

HERMANN GONZÁLEZ

Vamos a pasar entonces a la segunda parte del panel. Me informan, en primer lugar, que el estudio está publicado en la página web de CLAPES UC, y ahí lo pueden consultar. También recibí varias preguntas, que voy a tratar de agrupar y plantear en términos generales, excepto una que hay para la presidenta de la CMF. A pesar de que hemos dicho en varias intervenciones que no hay una bala de plata, el público lleva al panel a tratar de enfatizar cuáles serían las tres principales medidas que se debieran empujar, a juicio de ustedes; dónde ven que están las principales urgencias, los temas más importantes y necesarios para transformar a Chile en un centro financiero global o regional y exportador de servicios financieros. Hay un par de preguntas que apuntan a los énfasis, a dónde deberían estar. Hay una pregunta también que hace mención al rol de la banca en este proceso: una intervención plantea que tenemos una banca fuerte, que podría jugar un rol importante en este proceso. Y, en tercer lugar, hay un comentario, porque acá surgió la necesidad de coordinar con el Servicio de Impuestos Internos: alguien en el público plantea también la importancia de Aduanas, sobre todo cuando hablamos de exportaciones de servicios, junto con el Servicio de Impuestos Internos.

Hechos esos comentarios generales, la siguiente ronda es bastante más breve: tres minutos de intervención. Voy a partir con Guillermo, al revés de como partí la vez anterior. Básicamente, Guillermo, sobre la base de tu conocimiento del mercado de la región, mi pregunta es qué tipo de producto, de servicio, le puede ofrecer Chile a América Latina. Tú hablaste bastante respecto de que la región necesita algo como esto, identificando que Chile tiene ventajas; pero ¿en qué producto, en qué mercado específico, qué servicio podríamos ofrecer si tenemos estos cambios regulatorios que se proponen acá?

GUILLERMO TAGLE

Cuando se aprobó el MK1 y se abrió el mercado bursátil al exterior -hay que recordarlo, teníamos 23 empresas chilenas listadas en Nueva York, porque para levantar capital había que listarse en Nueva York y no en Chile. Cuando se abre el

mercado, las empresas empezaron a deslistarse en Nueva York. La mayoría se volvió a Chile y tuvimos más de 2.000 o 3.000 fondos del mundo que se registraron en Chile para comprar valores. Yo creo que esa materia también está disponible, y no solamente para empresas chilenas, sino para empresas latinoamericanas: el “hub” de transacción de acciones de América Latina por parte de inversionistas que quieren invertir en nuestra Región -que lamentablemente en estos últimos 30 años también han disminuido, pero tenemos que volver a encantarlos- ahora que América Latina ha vuelto a estar un poco más en la visibilidad de los mercados. Creo que Chile puede ser un hub donde los emisores de valores, acciones y bonos de América Latina -que, nuevamente, no tienen la escala para ir a hacer un IPO al New York Stock Exchange, pero sí lo pueden hacer aquí- puedan encontrar inversionistas que miran América Latina.

Y está la igualdad del emisor, que la mencionó Felipe Larraín en su exposición, tenemos que resolverla para lograr el objetivo. Hoy tenemos una discriminación: la empresa chilena tiene un tratamiento y el valor extranjero tiene otro tratamiento. No vamos a conseguir que una empresa del retail, por ejemplo, colombiana, se abra en bolsa en Chile si el tratamiento tributario para los inversionistas que compran esas acciones en la bolsa chilena es diferente para la chilena que para la colombiana. O sea, tenemos que tratarlas exactamente igual, generarles los mismos beneficios a los inversionistas, el mismo tratamiento tributario. Y lo dejo ahí, porque para mí ese es uno de los tantos temas, y menciono otro: tenemos toda una capacidad de dar servicios de gestión patrimonial de chilenos para chilenos, y resulta que tenemos a los ciudadanos de la región, nuevamente. Yo creo que la brecha está entre los que acceden a la bolsa de Nueva York o a las bancas privadas del mundo desarrollado y los que están en la mitad; tenemos todo el mercado de la mitad disponible para que los atendamos desde Chile y no lo estamos aprovechando.

HERMANN GONZÁLEZ

Mauricio, comenté que quería preguntarte un poquito sobre Luxemburgo: cuéntanos tu experiencia; qué elemento destacarías de esa economía que Chile

podiera tomar como ejemplo para avanzar en este proceso de convertirse en un exportador regional de servicios financieros.

FRANCISCO MAURICIO LARRAÍN

El investment screening es parte de un conjunto de protecciones que tienen por objeto velar por la seguridad del país en materia de activos estratégicos. Y por tanto uno podría considerarlo como parte de una política industrial, al igual que los aranceles son parte de la política industrial, y asimismo lo será aquello que terminemos haciendo en materia de minerales críticos. Estos son tres elementos que se relacionan con la Seguridad Nacional. Y el investment screening como mecanismo aborda las tres prioridades de nuestra política exterior: Seguridad, Confianza y Crecimiento Económico. Cuando nos referimos al investment screening, no pretendemos que sea la única protección que los países determinen. De hecho, hay muchos temas que van a tener que ver con seguridad, para los cuales no se va a requerir inversión. En el mundo digital, quizás la parte más compleja son los datos, y los datos entran a través de servicios. Regular esa parte de la economía para protegernos bien, resulta mucho más complejo que hablar de inversiones, porque las inversiones tienen una materialidad mucho más visible.

Para hacerme cargo del titular que propuso Ignacio Walker: A lo mejor, el titular va a ser que el Canciller propone política industrial. No es -de nuevo- la de los 60. Preparándome para este cargo, hice -y alguno ya lo sabe, mi sesgo es quizás desde la academia, analizar las cosas desde el punto de vista conceptual- un análisis utilizando inteligencia artificial (una herramienta que he querido incorporar junto a mis colegas de la Cancillería), para explorar en el tema del crecimiento qué es lo que nos faltaba. Así llegué al paper de la profesora de Harvard, Nancy Stokey, que ya había leído hace algún tiempo atrás. Aprovecho de leerles una parte, del extracto procesado: “El problema de productividad de Chile no es de cantidad de inversión, es de coordinación. El modelo Stokey, del año 21, demuestra que la tecnología y el capital humano son motores complementarios; ninguno opera por sí solo. Chile ha intentado impulsar ambos de forma descoordinada y el resultado es predecible:

ninguno despega de forma sostenida. Pero hay un segundo problema más profundo y políticamente incómodo: cuando los rendimientos a la inversión en capital humano son crecientes, como la evidencia empírica lo sugiere, la lógica de mercado no produce una distribución eficiente ni equitativa. Produce concentración, produce Santiago, produce Antofagasta, produce el enclave minero que no derrama, y produce una trampa de doble nivel: baja productividad agregada y alta desigualdad territorial. Esto no es un problema que se resuelva con más mercado ni con más gasto indiscriminado; requiere política industrial activa y coordinada”.

Ese es el resumen de lo que dice la academia hoy día, y la academia desde el mundo de los datos, respecto de lo que nos pasa. Esto es de lo que tenemos que hacernos cargo. Y como bien dice el Canciller Moreno, esto requiere de dos cosas: requiere de coordinación interna y requiere de salir a buscar afuera los recursos que nos faltan. Siempre reafirmo: nuestra principal ventaja comparativa no es ni el cobre ni el litio, es el clima. Es la capacidad de crear un ambiente de vida aquí en Chile que sea atractivo para el mejor capital humano del planeta.

Y esa es la oportunidad que se nos presenta. El cambio es ahora, porque justamente ahora es cuando estamos experimentando la revolución que nos va a traer la inteligencia artificial. Ese es el desafío, y tenemos que salir a buscarlo, siendo un país que atienda bien al talento forastero cuando viene a Chile.

HERMANN GONZÁLEZ

Eugenio, quería llevarte a un tema relacionado, que está en la presentación y en el estudio que hicimos, porque hay un actor bien importante en nuestro mercado de capitales, que son las AFP. Felipe mencionó como un impacto negativo para el mercado de capitales los retiros de fondos previsionales, y también estamos en un proceso de implementación de la reforma previsional aprobada recientemente. Justamente sobre la implementación de esa reforma quería conocer tu visión y la del Ejecutivo: cómo va ese proceso, cómo van los plazos y, sobre todo, cómo ven los impactos que pueda tener dicha implementación, especialmente la implementación de los fondos generacionales y, después, la licitación de stock de afiliados, que creo

que es algo que viene en lo inmediato; ahí hay algo bien relevante para el mercado. Quería saber cómo lo están viendo ustedes desde Hacienda.

EUGENIO SYMON

La ley de reforma al sistema previsional tiene muchos méritos, entre los cuales está la definición de que el enfoque sea la maximización de la pensión: la definición de una trayectoria para todos los afiliados al sistema a lo largo de su vida, con una composición de riesgo y retorno igual para todos, que maximiza la pensión. Ese es un elemento que yo creo que es positivo y favorable; hay experiencia y evidencia internacional de empresas que han desarrollado esos modelos, y creo que es algo muy positivo. Pero, al mismo tiempo, creo que la ley dejó indefinido, o poco claro, cuáles son los roles que van a desempeñar las administradoras de fondos de pensiones en ese proceso y cuál es el rol que va a desempeñar el fiscalizador.

Desde nuestra perspectiva, el rol de las AFP es crítico en poder definir e implementar estrategias de inversión dentro de ese marco que maximiza la pensión, y competir por esas estrategias de inversión; que puedan ofrecerles a los afiliados al sistema distintas alternativas de trayectoria, distintas alternativas de inversión, y que puedan ser medidas respecto de su propia definición. Y que no sea el regulador el que defina una sola trayectoria de inversión, medida para todos igual con los benchmarks determinados. Yo creo que eso es peligroso: les quita a las AFP el rol de innovación, de desarrollo de mercado, de oferta, de competencia, y nos transformamos en un sistema donde tenemos administradoras de fondos de pensiones absolutamente pasivas, poco innovadoras y poco desarrolladoras del mercado. Esa es nuestra preocupación principal.

Tenemos flexibilidad y hemos conversado con la Superintendencia en términos de que estamos abiertos a evaluar si es que se requiere más plazo o los plazos son estrechos; tendrán todo el apoyo del Ministerio de Hacienda para ese objetivo. Hasta el momento no hemos tenido información de que en lo que viene inmediatamente se requieran modificaciones de plazo pero, insisto, estamos abiertos a eso.

HERMANN GONZÁLEZ

Y para ir cerrando este seminario, vamos a terminar con la presidenta de la CMF. Hay una pregunta específica para la presidenta, que voy a leer: a propósito del modelo de regulación flexible pero supervisión dura de Estados Unidos que usted mencionó, la pregunta es si cree que, bajo ese mismo principio, podrían crearse licencias bancarias escalonadas que dejen que bancos digitales entren con reglas más livianas al principio, pero siempre bajo una supervisión exigente que cuide la confianza del sistema. Esa es la pregunta, y ojalá también un par de minutos para cerrar el seminario con su comentario final.

CATHERINE TORNEL

Para hacer esta especie de licencia escalonada necesitaríamos un cambio en la ley. Sin embargo, me gustaría referirme al principio general que debe regir esto. Aquello a lo que estamos apuntando en la CMF como meta primordial es a una correcta medición de los riesgos y a que los requerimientos exigidos sean proporcionales a esos riesgos. Eso sí nos lo permite hacer el marco actual para el mundo bancario, con Basilea III; y para el mundo de las compañías de seguros es lo que nos permitiría hacer el proyecto de ley -que estamos tratando de que el Ministerio de Hacienda lo tome- de capital basado en riesgo para compañías de seguros.

En el mundo bancario -dentro de los comentarios generales que decías que te habían enviado los asistentes a este seminario, decían que tenemos una banca sólida y, sin embargo, estamos con el crédito estancado hace ya muchos años-, creemos que hay un espacio relevante, dentro de Basilea III, a través de una mejor medición de riesgos, para reactivar ese crédito con los riesgos como están hoy día y con la situación que tiene la banca hoy. Si hacemos hoy la medición, entonces efectivamente hay un espacio para liberar capital y, por lo tanto, para que la banca pueda dar más créditos, a través de modelos internos, que es medir el riesgo que existe en cada uno de los bancos dependiendo del tipo de clientes, del tipo de créditos y del segmento en que está. Esto es, a través de una mejor medición de

riesgo se podrían efectivamente disminuir los requerimientos de capital tal cual está la situación hoy en día.

Y en el lado de las compañías de seguros, si es que logramos avanzar con este proyecto de ley, que también nos va a permitir requerir capital de acuerdo con los riesgos de cada compañía, tendríamos ganancias tanto en estabilidad financiera - porque podemos fortalecer la posición de aquellas compañías que estén más débiles en relación con los modelos de negocio que están llevando a cabo- como, por otro lado, en que aquellas compañías que cuentan con más capital podrían invertir de manera más libre en el mercado de capitales. Y eso nos llevaría a que el mercado de capitales se desarrolle más y, por lo tanto, se haga más atractivo también para emisores locales y para emisores internacionales, y para que los inversionistas internacionales también vengan a invertir a Chile.



clapesuc



@clapesuc



@clapes_uc



Clapes UC



ClapesUC



www.clapesuc.c