DOBLE CLICK ECONÓMICO
Más que una columna
UNIVERSIDAD ADOLFO IBÁÑEZ ESCUELA DE NEGOCIOS
icare
23 23ª EDICIÓN

La reconfiguración del arbitraje transfronterizo

Por Pablo García Silva, Profesor Titular Escuela Negocios UAI.

Desde fines de 2025, y a lo largo de todo este año, el mercado local ha mostrado una estrechez persistente de liquidez en dólares. Tradicionalmente, la manera como el sistema financiero chileno se ajustaba a este tipo de tensiones era mediante intermediación de la banca, con la activación de líneas de corresponsalía y de cobertura. Lo relevante del último año, que se profundiza en este Doble Click Económico, es que los instrumentos financieros se han diversificado, el mercado de capitales ha tenido un protagonismo importante y se ha observado un rol relevante de los instrumentos de renta fija soberanos en pesos. En pocas palabras, la integración financiera chilena ha avanzado en una dirección que ha instalado a los bonos soberanos chilenos como un colateral adecuado para que contrapartes externas provean la liquidez en dólares que el sistema necesita.

La reciente estrechez de liquidez en dólares en Chile

La estrechez de liquidez se observa en la diferencia entre las tasas de interés en dólares en contratos de derivados cambiarios y una tasa de referencia en dólares. En Chile esto se ha llamado tradicionalmente el "spread onshore", mientras que en el mundo se usa comúnmente el "basis spread". Esta diferencia corresponde al premio que se paga localmente por financiarse en dólares por sobre lo que sugeriría la paridad de tasas y, como muestra el Gráfico 1, se ha mantenido holgadamente por sobre los promedios de años anteriores. Mientras a comienzos de 2025 este premio se ubicaba en torno a 0,3% anualizado, hacia diciembre de 2025 y enero de 2026 llegó a niveles cercanos a 1,5% en el plazo de tres meses. Desde entonces no ha vuelto a los registros previos, oscilando entre 1,0% y 1,2%.

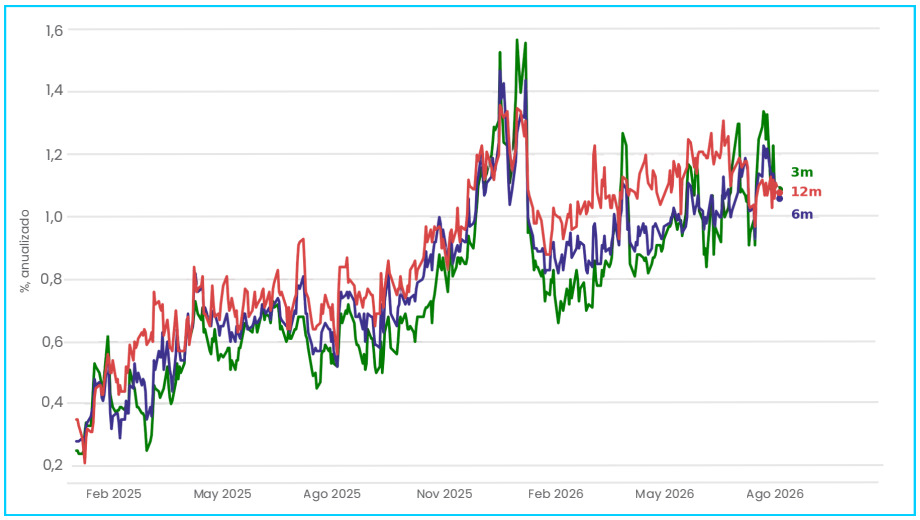

Gráfico 1: Spread *onshore* implícito en NDF (% anualizado, plazos de 3, 6 y 12 meses).
Fuente: Banco Central de Chile

1 *Un blog reciente del Banco Central explora en detalle este tipo de fenómenos: https://www.bcentral.cl/w/blog/spread-on-shore-y-financiamiento-en-dolares-entendiendo-las-tendencias-recientes-del-mercado-local*

¿Qué explica esta estrechez? Es habitual que la liquidez local en dólares se tensione en los cierres de trimestre y, sobre todo, de año, lo que sin duda explica parte del alza de fines de 2025. Sin embargo, la persistencia del fenómeno sugiere que hay fuerzas más estructurales en juego, las cuales en la actualidad pueden estar relacionadas principalmente con los fondos de pensiones. Durante los últimos años, las AFP aumentaron de manera relevante la duración de su exposición a tasas en dólares. El alza de las tasas largas globales en el último tiempo, sumada a algunos cambios regulatorios, probablemente las llevó a enfrentar llamados de margen en sus coberturas cambiarias y a reducir su exposición a duración, lo que se tradujo en una mayor demanda por dólares en el mercado de financiamiento local.

El mayor rol de los FX Swap en el arbitraje

Lo interesante de este episodio no es tanto la estrechez en sí misma, que no es inédita, sino la forma en que ha sido gestionada. Esta vez la liquidez en dólares se ha canalizado a través de swaps de monedas (FX Swaps) y de operaciones de venta con pacto de retrocompra (REPO) con contrapartes no residentes. Ello ha sido posible gracias a cambios normativos impulsados por el Banco Central de Chile (BCCh) y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) durante el último año y medio. Como subproducto, el mercado de bonos de la Tesorería en pesos (BTP) ha ganado liquidez y la participación de inversionistas no residentes en él ha aumentado de manera significativa.

Específicamente, dos factores clave han permitido esta nueva forma de gestionar liquidez. Por un lado, el reconocimiento por parte del BCCh de los contratos marco internacionales de REPO (Global Master Repurchase Agreement, GMRA) y de la compensación por liquidación anticipada (close-out netting) bajo la legislación chilena. Por otro lado, la CMF clarificó el tratamiento de capital de estas operaciones, lo que culminó con la reducción de los ponderadores de riesgo de los REPO. En palabras simples, los contratos estándar de REPO utilizados en el resto del mundo son hoy plenamente válidos para las entidades chilenas, existiendo además una ventaja en términos de capital al utilizarlos. Esta estandarización abrió oportunidades de arbitraje que antes no se explotaban.

El Gráfico 2 permite apreciar ese tipo de oportunidades. Coincidiendo con las fechas de los principales hitos normativos, el saldo vigente de FX Swaps entre contrapartes chilenas e inversionistas no residentes pasó de alrededor de USD 6.000 millones a mediados de 2025 a más de USD 20.000 millones en septiembre de este año. Al mismo tiempo, las operaciones REPO transfronterizas en pesos, que hace un año eran prácticamente inexistentes, alcanzan hoy cerca de USD 6.000 millones (Gráfico 3). Es interesante notar, además, que los REPO transfronterizos en dólares mostraron un salto en torno a octubre de 2025, justamente en el período en que comenzaba a tensionarse la liquidez local en esa moneda.

El protagonismo del mercado REPO

La lectura más sencilla del crecimiento de los REPO en pesos sería que los bancos chilenos están vendiendo colateral a bancos no residentes para obtener liquidez en pesos, con el compromiso de recomprarlo al vencimiento del contrato. Sin embargo, ello no tiene mucho sentido, por cuanto los bancos locales cuentan con una fuente expedita de liquidez en pesos a través de las facilidades permanentes del BCCh y no tienen necesidad alguna de obtenerla en el exterior. La explicación, por tanto, es otra: los no residentes utilizan los FX Swaps para obtener pesos de contrapartes locales entregando dólares a cambio (precisamente lo que el mercado local demanda), y esos pesos se reciclan luego en una operación REPO con BTP como colateral. Es decir, en términos netos, los bancos chilenos no están obteniendo financiamiento en pesos desde el exterior, sino que están proveyendo liquidez en pesos a través del swap y recibiendo dólares en el proceso. El swap, a su vez, es el vehículo mediante el cual los inversionistas internacionales terminan invirtiendo en BTP.

El salto de diciembre de 2025 y enero de 2026 en la base del dólar coincide, asimismo, con un aumento abrupto en las transacciones cambiarias spot acumuladas entre bancos locales y sus contrapartes en el exterior. Es posible que, por las convenciones de reporte, esto refleje la posición corta en dólares del salto inicial en el uso de FX Swaps.

Las características de este arbitraje sugerirían que los no residentes están aumentando su exposición al peso a través de una mayor cartera de BTP y que, a la inversa, los bancos chilenos están aumentando su exposición al dólar. Sin embargo, la posición en NDF cuenta una historia distinta. Los NDF, que se liquidan en dólares y permiten cubrir posiciones USD/CLP, han sido un instrumento ampliamente utilizado desde hace décadas, en particular, o al menos así se ha argumentado, como vehículo para financiar posiciones largas en otras monedas latinoamericanas utilizando el peso chileno. Como se aprecia en el Gráfico 2, la posición vendida en pesos de los no residentes aumentó de manera relevante en paralelo con los demás desarrollos aquí descritos, duplicándose o triplicándose en el lapso de un año. Ello indica que toda la actividad en REPO y FX Swaps no ha estado motivada por apuestas direccionales sobre el peso, sino por otros márgenes de arbitraje.

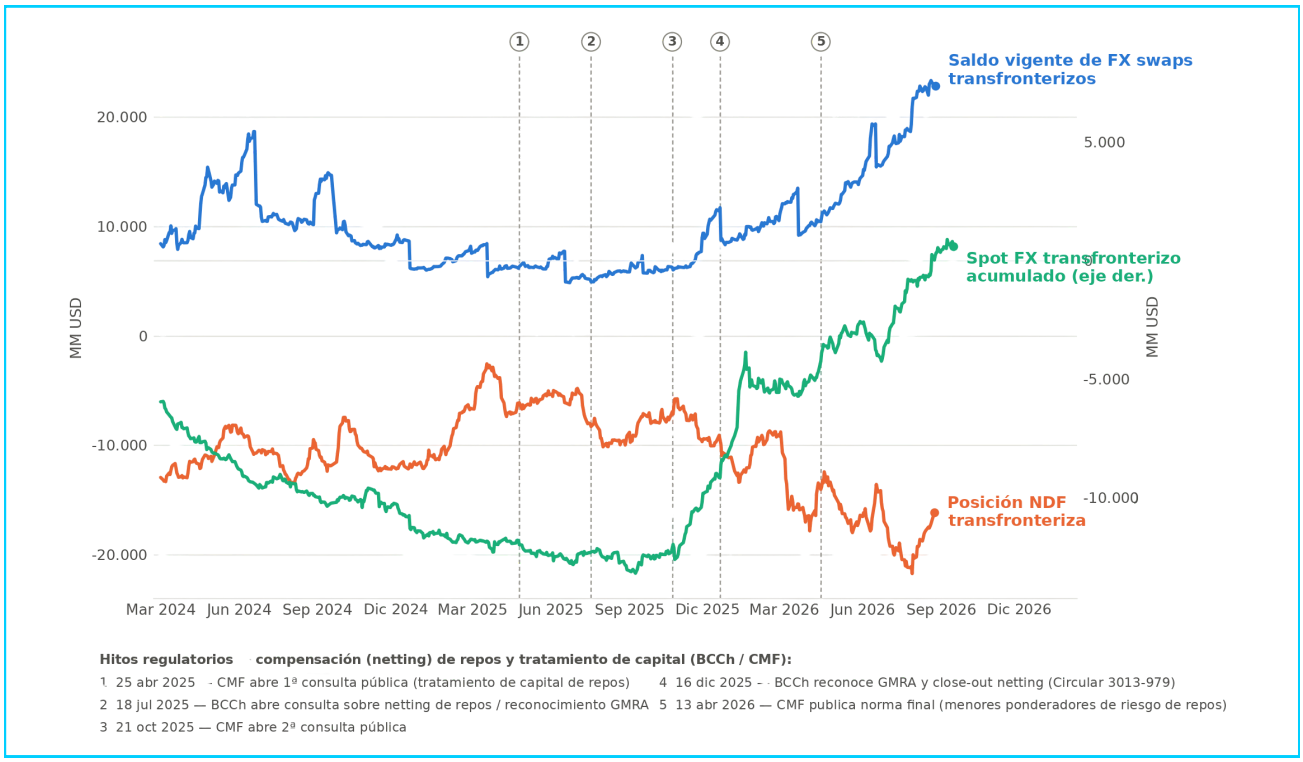

Gráfico 2: Operaciones cambiarias *spot* y derivados transfronterizos (USD millones, posiciones de no residentes; los números marcan los hitos normativos).
Fuente: CME SDR vía Bloomberg y BCCh.

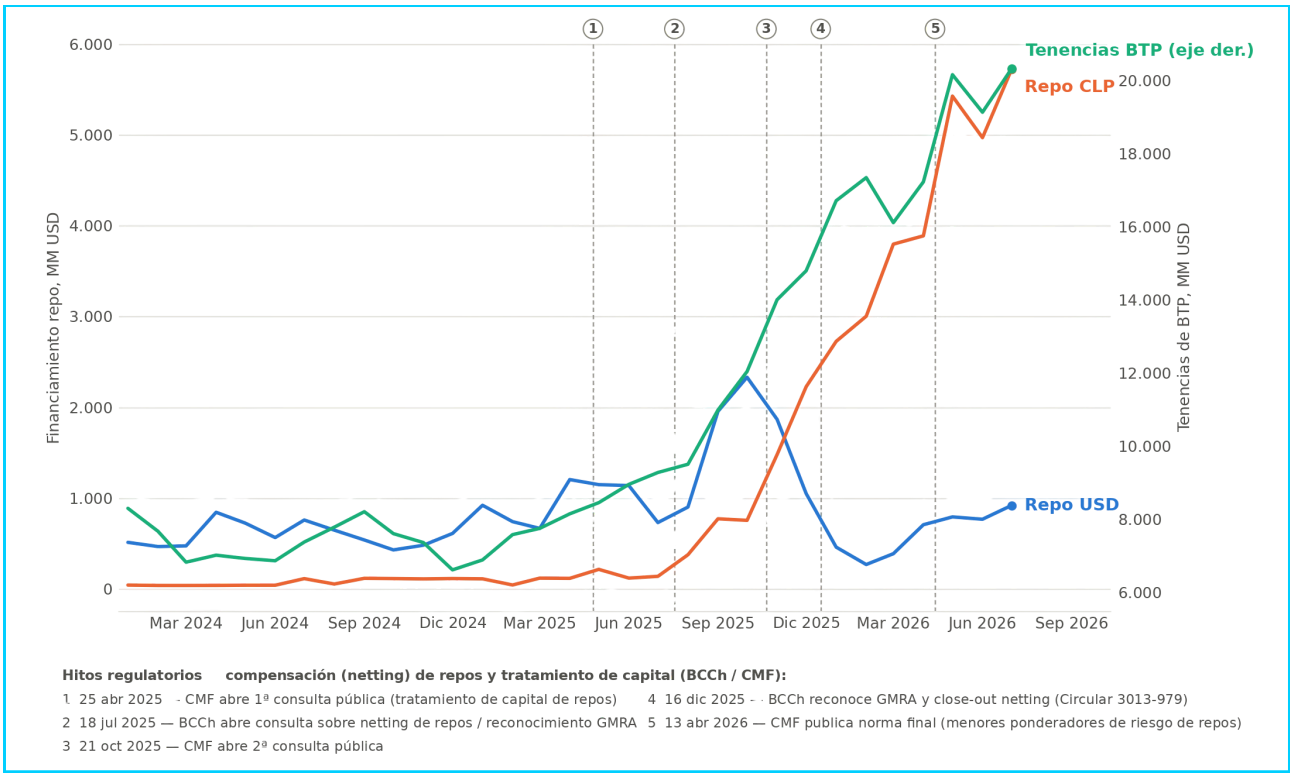

Gráfico 3: Operaciones REPO transfronterizas y tenencias de BTP de no residentes (USD millones, datos mensuales; los números marcan los hitos normativos).
Fuente: CMF y BCCh.

Efectos en el mercado de deuda soberana

Como resultado de lo anterior, la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de renta fija se ha triplicado en menos de tres años, en estrecha correlación con el auge de los REPO transfronterizos (Gráfico 3). Por un lado, esto da cuenta de que, a pesar de nuestro debate nacional sobre las cuentas fiscales y el crecimiento, el crédito soberano de Chile sigue siendo muy sólido, con tasas largas similares a las de economías avanzadas una vez que se considera la diferencia en las metas de inflación.

Como el rendimiento de los bonos soberanos chilenos en pesos se ubican significativamente por debajo de los de nuestros pares latinoamericanos, no es evidente que los inversionistas internacionales hayan aumentado de forma significativa su apetito por dichos instrumentos por razones de mayor retorno. Más bien, el encadenamiento descrito, que parte con la necesidad de dólares en el mercado local cubierta vía FX Swaps con no residentes que reciclan los pesos en REPO con BTP, ofrece una explicación más razonable de la participación de extranjeros en nuestro mercado soberano local.

BOTTOM LINE: UNA AGENDA PÚBLICO-PRIVADA

Es evidente que en los flujos financieros transfronterizos de Chile están ocurriendo cambios que aprovechan oportunidades de arbitraje abiertas por la combinación de modificaciones normativas. Estos cambios pusieron al mercado REPO a la altura de los estándares globales y respondieron a una mayor demanda por liquidez en dólares, asociada a factores estacionales y probablemente también estructurales. Los méritos relativos de cada uno de estos elementos requieren un examen más detenido.

También vale la pena explorar en qué medida estos procesos han logrado estrechar los spreads y, por ende, aliviar las tensiones de financiamiento, y en especial su potencial rol en suavizar el traspaso de las tasas largas globales a las tasas largas domésticas.

Llama la atención que una serie de cambios normativos en un área específica del mercado, como los REPO, hayan tenido efectos de consideración en segmentos que a primera vista no estarían relacionados, como el uso de FX Swaps para flujos transfronterizos. Sería incorrecto deducir que ello fue el resultado de un diseño deliberado; más bien, muestra que los vasos comunicantes del sistema financiero operan con fuerza cuando se eliminan fricciones institucionales.

Finalmente, la agenda para fortalecer la integración financiera de Chile continúa. El proyecto de ley de mercado de capitales MK4 incluye varios cambios que deberían reforzar este proceso. En particular, la eliminación del impuesto adicional de retención para no residentes que invierten en bonos soberanos en moneda local y la autorización para que los fondos de pensiones también operen con REPO para efectos de sus cambios de cartera. Esto último podría proveer herramientas aún más eficientes para gestionar episodios de demanda de liquidez en dólares como el que hemos observado desde fines de 2025.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

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

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

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

ICARE.CL