



MINUTA 10 SISTEMA FINANCIERO





Texto escrito por:

Laboratorio de Alternativas (Fundación SOL y OLCA, con la colaboración de EPES).

Proyecto “Plataformas de ObservAcción Popular:
Articulando alianzas sociales y sindicales para imaginar
una transición justa”.

Organizaciones beneficiarias del proyecto:

Fundación SOL

OLCA

FESICEM

Sindicato N°1 Chilquinta

Junta de Vecinos 8R

AFUSAM Higuera Talcahuano

Este documento se ha realizado con la ayuda financiera de
la Unión Europea



**Financiado por
la Unión Europea**

Su contenido es responsabilidad exclusiva de las
organizaciones beneficiarias y en modo alguno debe
considerarse que refleja la posición de la Unión Europea.

Diseño: Paula Pardo

Octubre 2026

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons

Atribución-No Comercial-Compartir Igual

4.0 Internacional





Contenido

Introducción	4
Caso Práctico 1: La Discusión sobre MK4	9
Caso Práctico 2: Las AFP y las pérdidas del año 2026	11
Ecosistema financiero en Chile	16



Introducción

El 9 de septiembre de 2026, el Gobierno ingresó en el debate parlamentario un proyecto de ley de Reforma al Mercado de Capitales y Financiamiento de la Casa Propia, también conocido como MK4. Esta iniciativa corresponde a la segunda gran reforma presentada por la actual administración, junto con el proyecto de ley de Reconstrucción, que se promulgará como ley en octubre y que incluía una serie de reformas al sistema tributario chileno que favorecen principalmente a las grandes empresas y a los contribuyentes con mayores ingresos y patrimonio.

Pero, ¿QUÉ ES EL MERCADO DE CAPITALS?, ¿QUÉ RELACIÓN TIENE CON EL SISTEMA FINANCIERO DEL PAÍS?, ¿POR QUÉ ESTOS TEMAS SON RELEVANTES Y AFECTAN TANTO AL BOLSILLO DE LOS HOGARES COMO A LA VIDA COTIDIANA DE LAS PERSONAS?

Aunque se suelen presentar como temas exclusivamente técnicos y son complejos de entender (porque las personas que dominan este debate utilizan términos que se manejan frecuentemente en el mundo de las grandes finanzas, donde priman los anglicismos), es importante mencionar que el mundo de las finanzas no es un lugar aséptico o neutro, sino que está permanentemente mediado por relaciones de poder; por tanto, es un espacio político. Si lo delegamos a terceros (la comunidad de expertos y expertas), nuestros intereses quedarán sin representación.





El organismo que regula y fiscaliza el sistema financiero en Chile es la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), que define el sistema financiero como “el conjunto de instituciones, mercados, normas y medios que captan el dinero de quienes tienen exceso de recursos (ahorradores o unidades superavitarias) y lo canalizan hacia quienes lo necesitan (deudores, empresas o el Estado). Incluye a la banca tradicional, las cooperativas, los seguros, los fondos de pensiones y, por supuesto, los mercados de valores”.

Por su parte, el mercado de capitales es un segmento del sistema financiero enfocado específicamente en la negociación de instrumentos financieros, es decir, el lugar donde se compran y venden instrumentos de inversión a mediano y largo plazo, como acciones y bonos, para conectar los ahorros de las personas con proyectos productivos de empresas y gobiernos.

En síntesis, el sistema financiero es el todo, y el mercado de capitales es una de sus partes.

Ahora podemos ir desglosando qué hay detrás de estas definiciones y estos conceptos.

En primer lugar, estamos hablando fundamentalmente del dinero, de las personas que lo acumulan, lo ganan, les falta o lo necesitan. El dinero proviene inicialmente de la venta de mercancías, pero también puede heredarse o, en menor medida, provenir de donaciones. Ese dinero, en la historia contemporánea, circula y puede generar más dinero. Quien posee más dinero al utilizar el sistema financiero y el mercado de capitales a su favor (invirtiendo o endeudándose para obtener más dinero) presenta una ventaja ostensible sobre quien acude a este lugar para costear sus necesidades básicas o financiar su pensión futura.



En el sistema financiero chileno, los principales organismos reguladores son el Banco Central (BC), la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la Superintendencia de Pensiones (SP) y la Unidad de Análisis Financiero (UAF).

Adicionalmente, las principales instituciones de intermediación son:

1. Sistema Bancario: compuesto por bancos comerciales nacionales y extranjeros (por ejemplo, Banco Chile, BancoEstado, Santander y Scotiabank), cuyas principales funciones son la captación de depósitos del público (captar ahorros) y la colocación de créditos hipotecarios y de consumo (prestar dinero).
2. Sistema no Bancario: compuesto por cooperativas de ahorro y crédito, cajas de compensación de asignación familiar, emisoras de tarjetas y operadores de pagos no bancarios, cuyas principales actividades son el otorgamiento de créditos de consumo, microfinanzas y servicios de pago alternativos.
3. Sistema de Pensiones: compuesto por 7 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que administran las cotizaciones obligatorias de las personas afiliadas y las invierten en 5 multifondos (los cuales, a partir de abril de 2027, serán reemplazados por 10 Fondos Generacionales).
4. Sistema de Seguros y Reaseguros: compuesto por compañías de seguros de vida y seguros generales, las cuales reciben un pago de una prima para cubrir riesgos personales (vida, salud) y patrimoniales (propiedades, vehículos, responsabilidad civil). Un ejemplo de seguro de vida es aquel que otorga una pensión de vejez, conocida como Renta Vitalicia.





A su vez, para poder ejecutar sus actividades y hacer circular el dinero de quienes lo ahorran para dirigirlo a quienes lo necesitan, estas instituciones de intermediación requieren de mercados e instrumentos financieros específicos.

Los instrumentos financieros más conocidos o transados son:

a. Renta Fija: por ejemplo, existen aquellos de corto plazo como los depósitos a plazo que entregan un interés o ganancia segura y los de largo plazo como los Bonos emitidos por los gobiernos o las empresas, los cuales equivalen a instrumentos de deuda y quien los emite se compromete a pagar un interés a quien lo compra (invierte) cada cierto tiempo.

b. Renta Variable: Instrumentos que entregan una ganancia incierta al inversionista, como es el caso de una acción emitida por una empresa para captar dinero para financiar sus proyectos futuros.

c. Derivados: corresponden a contratos ligados a monedas, tasas u otros precios, cuyo objetivo originario es cubrir a quien posee activos que dependen de la fluctuación de estos precios, pero que se ha utilizado cada vez más como instrumento de inversión para especular.

d. Fondo Mutuo: es un patrimonio común formado por el dinero de múltiples personas naturales y jurídicas (llamados aportantes o partícipes). Este dinero es gestionado y administrado por una Sociedad Administradora General de Fondos (AGF), la cual invierte los recursos en diversos instrumentos financieros (de renta fija o renta variable)

e. Fondo de Inversión: comparte su definición con un fondo mutuo, pero en general está orientado a una inversión de mayor plazo y envergadura, tales como proyectos de infraestructura o bienes raíces y, por tanto, tienen menor





liquidez (no se puede rescatar el dinero invertido en el corto plazo). Suelen estar destinados a inversionistas institucionales o de alto patrimonio (como las AFP).

f. Divisas: se refiere a la compra y venta de monedas, como el dólar, el euro, el peso chileno o el yen.

Las distintas instituciones que participan en el sistema financiero ofrecen o invierten en estos instrumentos, por lo que existe un mercado para cada uno de ellos, con sus respectivas regulaciones, normativa específica y asociaciones gremiales que los representan, como la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI) y la Asociación de Fondos Mutuos de Chile A.G.

El mercado de valores es un tipo de mercado de capitales en el que se compran y venden instrumentos financieros (como acciones, bonos y fondos mutuos) para conectar a quienes necesitan financiamiento con quienes tienen ahorros para invertir.

Los emisores de los distintos instrumentos o títulos son empresas, instituciones o gobiernos que necesitan dinero para financiar proyectos.

Los inversores son personas o entidades que compran esos títulos con la expectativa de obtener una ganancia (dividendos o intereses).

Los intermediarios son corredores de bolsa, casas de valores o plataformas autorizadas que ejecutan las órdenes de compra y venta.





Caso Práctico 1: La Discusión sobre MK4

Dado que, desde el año 2001 hasta la fecha, ya se han llevado a cabo tres reformas del Mercado de Capitales que se han transformado en ley (MK1 en el año 2001, MK2 en el 2007 y MK3 en el 2010), a la actual reforma se la conoce como MK4. El proyecto de ley, que actualmente se discute en la Cámara de Diputados y Diputadas en su primer trámite constitucional, contiene 30 medidas agrupadas en cuatro grandes ejes: i) acceso a la vivienda y fomento del ahorro; ii) acceso al capital para empresas de todo tamaño, incluidas las de temprana formación; iii) actualización de la normativa y armonización con estándares internacionales; y iv) Chile como centro financiero regional.

En relación con el primer eje, se proponen cuatro medidas: a) crear el Fondo Nacional para la Vivienda (FONAVI); b) crear el Ahorro Voluntario para la Vivienda (AVV) para facilitar el pago del pie de la primera vivienda; c) actualizar los parámetros del Ahorro Previsional Voluntario (APV) en función del crecimiento real de los salarios; y d) «calibrar» la Ley n.º 20.009, conocida como Ley de Fraudes.

En el segundo pilar se presentan cinco medidas, entre las que destacan: a) simplificar el acceso a la exención del impuesto de ganancias de capital de los instrumentos de renta fija y b) equiparar el tratamiento tributario de los derivados a las reglas generales.

En el tercer eje, se proponen 15 medidas, entre las que destacan: a) reducción de quórums calificados en sociedades anónimas abiertas; b) clarificación de los límites para la prevención del uso de información privilegiada, y c) eliminación de las prohibiciones para cobrar comisiones a vehículos nacionales de las administradoras de fondos de pensiones (es decir, volver



a reponer un segmento de las comisiones de intermediación, conocidas como “comisiones fantasmas”).

Finalmente, en el cuarto eje se proponen seis medidas, entre las que destacan:

- a. Perfeccionar el IVA de la exportación de servicios financieros.
- b. Ampliar la exención del impuesto de timbres y estampillas a inversionistas extranjeros.
- c. Habilitar a los fondos de pensiones para operar con “REPO” y “reverse REPO” (operaciones que se utilizan en los mercados para obtener mayor liquidez utilizando un activo, por ejemplo, un bono, como garantía o colateral).

Aunque la reforma se presenta como un cambio sustancial para aumentar la profundidad del mercado de capitales y dinamizar el mercado de créditos hipotecarios y la venta de viviendas, la mayoría de las medidas otorga facilidades tributarias a inversionistas nacionales y extranjeros y beneficia al sector inmobiliario y a la banca, que podrán vender su stock de viviendas sin bajar sus precios y captar las garantías y subsidios estatales, respectivamente. Además, amplía la exención a la ganancia de capital, es decir, quienes invierten en activos financieros y obtienen buenos retornos por esas inversiones pagarán impuesto cero por esas ganancias, lo que favorece a los inversionistas de mayor patrimonio.



Caso Práctico 2: Las AFP y las pérdidas del año 2026

Recientemente hemos conocido que las AFP han obtenido suculentas pérdidas en los fondos más conservadores que administran (C, D y E). Concretamente, los fondos más afectados son el D y el E, que entre enero y septiembre de 2026 han registrado rentabilidades reales (sobre la inflación) de -6,38 % y -10,39 %, respectivamente. Precisamente en estos fondos se concentra el mayor porcentaje de personas cercanas a la edad legal de jubilación. En este caso, no se trata solo de una de las tantas fluctuaciones de los mercados financieros nacionales o internacionales que han afectado a un conjunto de activos en particular, sino que se ha detectado que las AFP invirtieron en un instrumento derivado de las tasas de interés cuyo objetivo debería ser cubrirse ante su fluctuación y que se conoce como swap de tasa de interés. Con este instrumento, las AFP apostaron especulativamente para ganarle al mercado, tal como se apuesta en la ruleta de un casino o en una casa de apuestas deportivas.

Vamos por partes y apliquemos los conceptos que hemos ido aprendiendo en esta minuta.

En el sistema financiero chileno, las AFP, que administran los fondos de pensiones, necesitan invertir los ahorros de los trabajadores y trabajadoras que están obligados a cotizar todos los meses. Antes de la pérdida de septiembre (la más abultada del año), estos ahorros acumulaban más de 250 mil millones de dólares, una cifra equivalente a casi el 70% del Producto Interno Bruto (PIB) de Chile. Para invertir este dinero necesitan comprar distintos instrumentos financieros, teniendo en cuenta el régimen de inversión que diseñó la Superintendencia de Pensiones y los límites que este establece para cada uno de los cinco fondos. Dado que los fondos D y E son los más conser-





vadores y están diseñados para asumir menos riesgo, las AFP no solo deben ceñirse legalmente a invertir un bajo porcentaje en renta variable y en el extranjero, sino que también deben preocuparse de que estos instrumentos no queden muy expuestos a fluctuaciones bruscas o a diversos shocks que afecten a la economía, aunque el regulador no lo exija.

El problema fue que comenzaron a invertir en swaps de tasa de interés en dólares. Un contrato derivado de swaps de tasa consiste en un cambio o permuta de flujos entre dos partes: quien vende el contrato (en este caso, bancos estadounidenses y europeos como Bank of America, Citigroup o BNP Paribas) y quien lo compra (invierte), en este caso, las AFP. Los bancos de inversión extranjeros reciben un interés variable que depende de la fluctuación de algún índice de referencia relacionado con las tasas de interés internacionales y pagan a las AFP un interés fijo durante el tiempo que se especifica en el contrato. Una cosa es usar esta herramienta para cubrirse si se tienen muchos activos cuyo rendimiento o valor depende de la fluctuación de las tasas y otra cosa es invertir en estos contratos con meros fines especulativos, es decir, realizar una apuesta para acertar (en este caso) con una caída de las tasas, lo que me reportaría una ganancia, dado que lo que pago por la parte variable sería menor que lo que recibo por la parte fija. Lamentablemente, este año las tasas internacionales no bajaron, sino que subieron, y las apuestas de las AFP en todos los fondos no resultaron, por lo que hay que compensar a los bancos extranjeros. Como los flujos se pactaron sobre activos simulados (nacionales) cuyo valor supera con creces el tamaño de la economía chilena, las pérdidas actuales y potenciales pueden alcanzar valores gigantescos, que ya superan los 10 mil millones de dólares.

Finalmente, dado que las personas que están a punto de jubilarse se ubican preferentemente en el fondo D y





en menor medida en el fondo E, si se jubilaran en las próximas semanas, harían efectiva esa pérdida y no tendrían tiempo para esperar una potencial compensación por una caída de las tasas o porque comprar una pensión ahora es más barato al aumentar la tasa de interés (cuando sube la tasa de interés, con la misma cantidad de dinero ahorrado, por ejemplo, 30 millones, se puede obtener una pensión un poco más alta).

Es importante agregar que, adicionalmente, las AFP han invertido cada vez más en bonos a largo plazo en los fondos más conservadores, lo que los hace más sensibles ante una variación en las tasas de interés, ya que el precio de un bono sube cuando baja la tasa de interés y baja cuando sube (el bono que tiene un inversor es menos atractivo porque los nuevos bonos pagan intereses más altos) y el fondo de pensiones va valorizando el precio de sus activos, aunque no se vendan. El efecto de tener más bonos a largo plazo en los fondos D y E también ha impactado en la caída de la rentabilidad que estos han experimentado durante 2026, pero con los swaps para especular (alargando aún más la duración de la cartera) este efecto se ha amplificado.

Ambas tendencias (la mayor tenencia de bonos a largo plazo y el vertiginoso incremento del uso de swaps como apuesta) fueron observadas por los reguladores (el Banco Central y la Superintendencia de Pensiones), quienes alertaron a las AFP desde 2024, pero estas siguieron haciendo sus apuestas para levantar las alicaídas rentabilidades que vienen mostrando década tras década. Los reguladores no pudieron frenar el exceso de riesgo asumido y las entidades reguladas (las AFP) son demasiado grandes y poderosas como para que alguien venga a interrumpir su carrera por acumular.



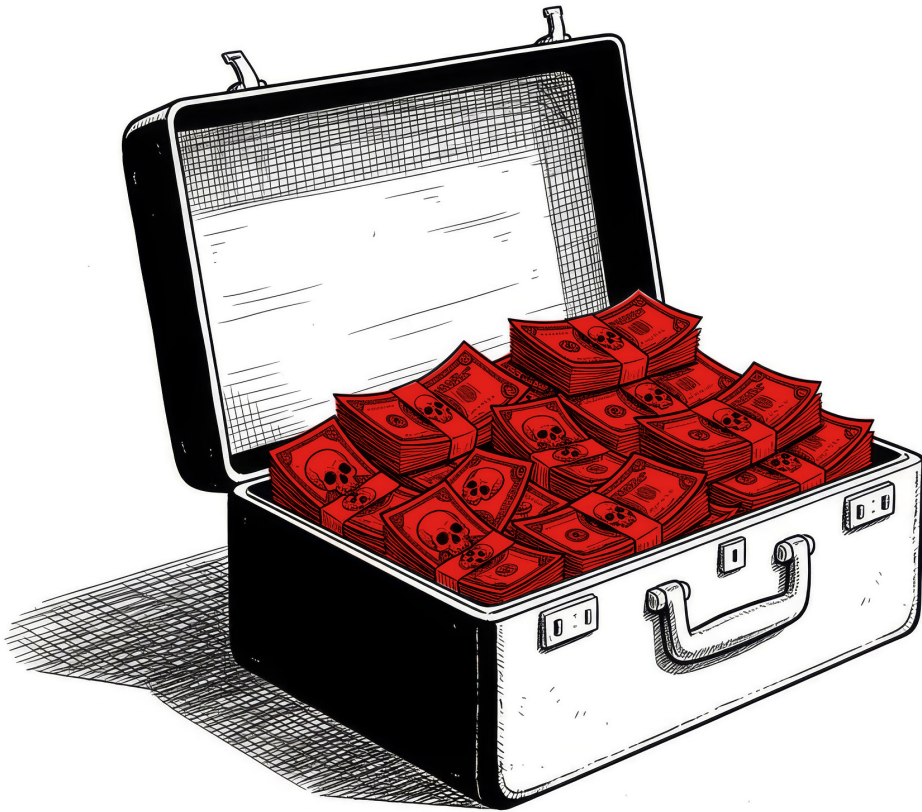


Solo en abril de 2026, la SP emitió un documento que regula de manera más estricta el uso de derivados especulativos y las AFP tienen hasta la primera semana de noviembre para dismantelar sus apuestas. Sin embargo, la pérdida de las personas afiliadas (y la ganancia de los bancos que vendieron los contratos) ya se ha producido.

COROLARIO: PARA PODER COMPRENDER LAS IMPLICACIONES DE ESTE CASO, QUE AÚN ESTÁ EN DESARROLLO Y AFECTA Y AFECTARÁ A LAS PENSIONES DE MILES DE PERSONAS, ES FUNDAMENTAL ENTENDER ALGUNOS ELEMENTOS GENERALES SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, EL ESPACIO DONDE LAS ENTIDADES OBTIENEN FINANCIAMIENTO Y SE TRANSAN INSTRUMENTOS FINANCIEROS (EL MERCADO DE CAPITALES), Y LA DEFINICIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DE DISTINTOS INSTRUMENTOS Y MERCADOS FINANCIEROS (BONOS, DERIVADOS Y SWAPS).

Si delegamos la explicación y la comprensión política y económica de este caso a la comunidad de expertos y expertas (que trabaja principalmente en y para el sistema financiero), no tendremos las herramientas suficientes para poder explicar lo sucedido a nuestros compañeros y compañeras de trabajo, familiares, vecinos y vecinas, y amigos y amigas, y unirnos para impulsar acciones de reparación fundadas, como las que está impulsando la Coordinadora NO+AFP.





Ecosistema Financiero en Chile

1 Funciones Transversales

BANCO CENTRAL DE CHILE Estabilidad de la moneda y normal funcionamiento de los pagos. Política monetaria · emisión de dinero · regulación financiera y de pagos dentro de sus atribuciones.	UAF · UNIDAD DE ANÁLISIS FINANCIERO Prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo. Analiza reportes y fiscaliza obligaciones preventivas de las entidades sujetas a la ley.
--	---

Estas funciones atraviesan varios subsistemas; no reemplazan la fiscalización sectorial.

2 Regulación y Fiscalización Sectorial

CMF Comisión para el Mercado Financiero	SISTEMA BANCARIO Bancos privados Banco Estado	Cuentas, depósitos, créditos y servicios de pago.	
	SISTEMA DE SEGUROS Compañías de seguros Generales y de vida	Cobertura de riesgos y pago de prestaciones; incluye rentas vitalicias.	
	FONDOS E INTERMEDIACIÓN Emisoras, bolsas y corredores AGF y fondos	Emisión, compraventa y administración de acciones, bonos y cuotas de fondos.	
DAES División de Asociatividad y Cooperativas Ministerio de Economía	AHORRO Y CRÉDITO COOPERATIVO Cooperativas de ahorro y crédito	Ahorro y préstamos a socios. Supervisión de CMF o DAES según el régimen legal aplicable.	
SP Superintendencia de Pensiones	SISTEMA DE PENSIONES AFP y fondos de pensiones IPS y AFAPP	Ahorro y prestaciones previsionales. Relacionado: seguro de cesantía (AFC).	
SUSESO Superintendencia de Seguridad Social	CAJAS DE COMPENSACIÓN Cajas de compensación de Asignación Familiar	Prestaciones de seguridad social y créditos sociales a personas afiliadas.	



3 Mercados: Dónde y cómo se relacionan

Captan, prestan, emiten, compran, venden o cubren riesgos. Cada entidad participa según su función y sus límites legales.

CRÉDITO
Relación entre quien presta
y quien se endeuda.

Consumo, vivienda y crédito a empresas.
El crédito hipotecario suele ser deuda de largo
plazo del hogar.
No todo préstamo se negocia en una bolsa.

RENTA FIJA / DEUDA
El emisor asume una
obligación de pago.

Corto plazo: depósitos y pagarés a menos de
un año.
Mediano o largo plazo: bonos estatales,
bancarios y de empresas.
El precio de un bono puede subir o bajar.

RENTA VARIABLE
Participación en la
propiedad de una empresa.

Ejemplo: acciones.
El ingreso depende de dividendos y de
Cambios en el precio.
La rentabilidad no está predeterminada.

DIVISAS
Compra y venta de
monedas.

Ejemplos: pesos, dólares y euros.
Permite invertir, pagar o recibir recursos en
otra moneda.
El tipo de cambio modifica el valor en pesos.

DERIVADOS
Contratos ligados a tasas,
monedas u otros precios.

Forwards, futuros, opciones y swaps.
Pueden cubrir riesgos o asumir exposición
adicional.
Un swap intercambia flujos pactados.

FONDOS MUTUOS Y DE INVERSIÓN: VEHÍCULOS QUE CONECTAN MERCADOS
Agrupan aportes y compran distintos activos. Una cuota de fondo puede dar
exposición a deuda, acciones u otros activos.





4 Dos recorridos para entender las conexiones

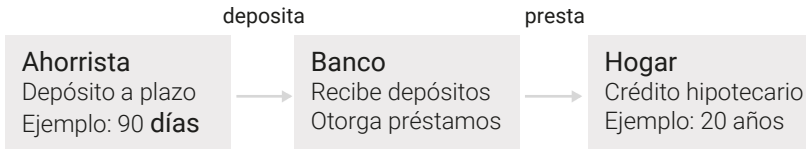
UN FONDO DE PENSIONES, VARIOS MERCADOS

Fondo de pensiones
Administrado por una AFP

- Renta fija: compra y vende bonos
- Renta variable: compra y vende acciones
- Divisas: cambia pesos por dólares
- Derivados: contrata swaps o forwards

En Chile y en el exterior, dentro de los límites de inversión.

UN BANCO CONECTA AHORRO Y CRÉDITO



El depósito es deuda del banco; el crédito es deuda del hogar.

El banco combina depósitos, bonos y otros recursos: cada depósito no se asigna a un préstamo específico.

Un vínculo entre subsistemas

Un fondo compra un bono bancario en su emisión → el banco obtiene financiamiento el fondo adquiere un título de deuda.

UN CRÉDITO HIPOTECARIO NO ES LO MISMO QUE UN BONO

El crédito es un contrato de préstamo, con tasa fija, variable o mixta. Puede vincularse al mercado de deuda mediante bonos u otros instrumentos.

RENTA FIJA NO SIGNIFICA PRECIO FIJO NI AUSENCIA DE RIESGO

La deuda puede pactarse con tasa fija, variable o reajutable. Los depósitos a plazo no son siempre de corto plazo ni todos son negociables.





AGF: administradoras generales de fondos · IPS: Instituto de Previsión Social · AFC: Administradora de Fondos de Cesantía

AFAPP: Administrador del Fondo Autónomo de Protección Previsional. Las cajas y la cesantía integran la seguridad social.

Fuentes: Banco Central · CMF Educa · Superintendencia de Pensiones · UAF · SUSESO · Ministerio de Economía. Elaboración propia utilizando herramientas de inteligencia artificial.

Agrupación didáctica: los mercados se superponen; no todas las entidades operan en todos ellos. Flechas sin escala monetaria.

Las AFP y los fondos tienen patrimonios separados. Las conexiones muestran funciones y operaciones, no propiedad.





POAP

**PLATAFORMAS DE
OBSERVACIÓN
POPULAR**

